إدارة المخاطر الإستثمارية

الدكتور سيد سالم عرفة



إدارة المخاطـر الاستثمارية

إدارة
المخاطـــــر الاستثماريـــــة

الدكتـــــور
سيـــــد سالم عرفـــــه

الطبعة الأولى
2009م/ 1430هـ



المملكة الأردنية الهاشمية

رقم الإيداع لدى دائرة
المكتبة الوطنية
(2008/11 /3840)

332.6

عرفة، سيد

إدارة المخاطر الاستثمارية/ المؤلف: سيد سالم عرفة

_ عمان: دار الراية،2009.

ج1 (310)
ر.أ.: (2008/11/3840).

الواصفات: /الاستثمار المالي //المالية العامة /
ردمك: 3-56- 499 -978-9957 ISBN

*** إعدادات دائرة المكتبة الوطنية بيانات الفهرسة والتصنيف الأولية**



شارع الجمعية العلمية الملكية - المبنى الاستثماري الأول للجامعة الأردنية
هاتف 5338656 (9626)
فاكس 5348656(9626) نقال 77241212 962 ص.ب 2547
الجبيهة الرمز البريدي 11941 عمان- الأردن
dar_alraya@yahoo.com

فهرس الكتاب

الموضوع **الصفحة**

الموضوع	الصفحة

الموضوع الصفحة

الموضوع	الصفحة

الفصل الثاني عشر: ضمانات الاستثمارات الأجنبية ضد المخاطر غير التجارية

الفصل الثالث عشر: مخاطر العملات وكيفية الحماية منها

الفصل الرابع عشر: قياس المخاطر الاستثمارية

مقدمة

أضحى الاستثمار من أهم المؤثرات التي تساعد على ترك الأموال والتي يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، والنقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم. وبطبيعة الحال أي أولوية في الأقطار النامية تتضمن نمو الدخل ورفع مستويات الاستثمارات والصادرات وخلق فرص عمل أكثر والاستفادة من التقدم التكنولوجي، وهذا كله يحتاج إلى استثمارات كبيرة كتحول إلى الاقتصاد المتقدم (أي الاستثمار الأجنبي)، وهي ما أجبرت تجريبياً في ظل نظريات النمو الاقتصادي والتي تطورت عبر الزمن، والذي أثر على دور محركات النمو الاقتصادي وعلى حجم تأثير السياسات الحكومية على محركات النمو الاقتصادي، كما يتألف الاستثمار الأجنبي من (تكاليف مشروع جديد/ والتكاليف المالية لاكتساب مشروعاً موجوداً أو جزء منه/ وقروض بين الشركات).

كما ان المستثمر له غايات من الاستثمار، فمن ناحية يركز المستثمر على الاستثمار طويل الأجل لتحقيق أكبر عائد سنوي من الاستثمار ولأطول مدة ممكنة، ومن ناحية أخرى يبني المستثمر على إستراتيجية الاستثمار قصيرة الأجل من اجل التركيز على العائد كمؤشر المردود او الريع في اتخاذ قراره الاستثماري.

إن أي قرار استثماري ناجح يعتمد على الاستناد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار، وتبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار، وتحقيق عائد استثماري ضمن المستوى المقبول من المخاطرة العادية والغير عادية.

تم طرح هذا الكتاب من خلال التطرق إلى فصوله التالية:-

- **الفصل الأول**: ماهية الاستثمار.
- الفصل الثاني: مخاطر الاستثمار.

- **الفصل الثالث:** أدوات الاستثمار ومخاطرها.
- **الفصل الرابع:** المحفظة الاستثمارية وكيفية قياس مخاطرها.
- **الفصل الخامس:** الاستثمار بالأسهم والسندات.
- **الفصل السادس:** الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي.
- **الفصل السابع:** مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية.
- **الفصل الثامن:** المشتقات المالية وإدارة مخاطرها.
- **الفصل التاسع:** أساليب دراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية وإدارة مخاطرها.
- **الفصل العاشر:** أسواق رأس المال الاستثمارية.
- **الفصل الحادي عشر:** الاستثمار الأجنبي.
- **الفصل الثاني عشر:** ضمانات الاستثمارات الأجنبية ضد المخاطر غير التجارية.
- **الفصل الثالث عشر:** مخاطر العملات وكيفية الحماية منها.
- **الفصل الرابع عشر:** قياس المخاطر الاستثمارية.
- **الفصل الخامس عشر:** التخاصية وأثرها على الاستثمارات.
- **الفصل السادس عشر:** مقترحات لتجاوز مخاطر الاستثمار.
- **الفصل السابع عشر:** مصطلحات الاستثمار والبورصة.

الفصل الأول

ماهيـــــة الاستثمـــــــار

ماهية الاستثمار

مفهوم الاستثمار

يقصد بالاستثمار عمومًا اكتساب الموجودات المادية والمالية. وسوف نحاول التمييز بين مصطلحين، الاستثمار بالمعنى المالي وبالمعنى الاقتصادي:-

- **مفهوم الاستثمار بالمعنى الاقتصادي** : في الاقتصاد غالبًا ما يقصد بالاستثمار اكتساب موجودات الموجودات المادية. على أن التوظيف للأموال يعتبر مساهمة في الإنتاج، أي إضافة منفعة أو خلق قيمة تكون على شكل سلع وخدمات.
- **مفهوم الاستثمار في الإدارة المالية** : من هذا الجانب ينظر إلى الاستثمار على أنه اكتساب الموجودات مالية أي توظيف الأموال في الأوراق والأدوات المالية.

وكتعريف شامل للاستثمار : على أنه التعامل بالأموال للحصول على الأرباح وذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة ولفترة زمنية معينة، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وتعوض عن كامل المخاطرة الموافقة للمستقبل.

أهداف الاستثمار :

1) الهدف العام للاستثمار هو تحقيق العائد أو الربح، بالإضافة إلى تنمية الثروة.
2) تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات.
3) المحافظة على قيمة الموجودات.

أهمية الاستثمار:

يمكن تلخيص أهمية الاستثمار بالنقاط التالية:
1) زيادة الدخل القومي.

2) خلق فرص عمل.
3) دعم عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
4) زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات.

وقد أولت الدول المتقدمة اهتماماً كبيراً للاستثمار من خلال قيامها بإصدار القوانين والتشريعات المشجعة للاستثمار واللازمة لانتقال رؤوس الأموال. أما في الدول النامية فلم يعطَ هذا الموضوع الاهتمام الكافي على الرغم من ندرة رأس المال في هذه الدول.

وتعود هذه الندرة في رأس المال للأسباب التالية:

1) انخفاض معدلات نمو الدخل القومي.
2) ارتفاع معدلات الاستهلاك.
3) ارتفاع معدلات النمو السكاني.
4) عدم توفر البيئة والمناخ الملائم للاستثمار.
5) ضعف الوعي الادخاري والاستثماري.
6) الاستخدام الغير العقلاني لرأس المال المتاح.

الأسس والمبادئ العلمية في اتخاذ القرارات الاستثمارية:

عند اتخاذ قرار استثماري لا بد من أخذ عاملين بعين الاعتبار:

** **العامل الأول:** أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية. ولتحقيق ذلك لابد من اتخاذ الخطوات التالية:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار.

- تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة.
- اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسبة للأهداف المحددة.

** **العامل الثاني:** يجب على متخذ القرارات أن يراعي بعض المبادئ عند اتخاذ القرار منها:

- مبدأ تعدد الخيارات أو الفرص الاستثمارية.
- مبدأ الخبرة والتأهيل.
- مبدأ الملائمة (أي اختيار المجال الاستثماري المناسب).
- مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية.

أنواع الاستثمارات

الاستثمارات أنواع كثيرة، و لكن بالإمكان تلخيصها إلى ثلاثة أنواع:

1) الاستثمار في السلع و الخدمات.
2) لاستثمار في الأصول الثابتة كالعقارات و الآلات و المعدات.
3) الاستثمار في الأصول المالية كالأسهم و السندات.

كيف يمكنك الاستثمار؟

الخطوة للاستثمار هي تحديد الطريقة التي ينوي المستثمر أن يقوم بالاستثمار بها سواء كانت عن طريق الاستثمار في الفردي أو صناديق الاستثمار ومن ذلك:

** **الطريقة الأولى : استثمر بنفسك**

إذا اخترت أن تقوم بالاستثمار بنفسك فعليك معرفة أنواع البضاعة المباعة في البورصة. هناك ثلاثة أنواع رئيسية من البضاعة المباعة في البورصة وهي:-

(الأسهم – السندات – شهادات الإيداع الدولية)

الأسهـــم: (stocks)

تعريفها : يعتبر السهم صك ملكية يتم إصداره ،وهو جزء من رأس مال الشركة، وعندما يمتلك المستثمر سهما في إحدى الشركات فهو يمتلك جزء من رأس المال في الشركة، ويوجد للسهم ثلاث قيم لابد أن يكون المستثمر على دراية بها وهي:

- **القيمة الاسمية للسهم:**وهي القيمة التي يتم بها الإصدار وتكون مدونة في عقد تأسيس الشركة، فإذا ما تم إصدار رأس المال بمبلغ مليون جنيه مقسم إلى مائة ألف سهم فإن القيمة الاسمية للسهم 10جنيه.
- **القيمة الدفترية للسهم:** وهي نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال بالإضافة إلى الاحتياطيات والأرباح المحتجزة.
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تمثل سعر السهم في سوق الأوراق المالية وهي أهم من القيمتين السابقتين وذلك لأنها تعبر مباشرة عن قيمة ثروة المساهم الحقيقية.

العائد من الأسهم:

يقصد بالعوائد هي الأرباح التي يمكن للمستثمر أن يحققها نتيجة اقتناء وشراء السهم سواء عند الاكتتاب أوفي حالة الشراء من السوق الثانوي (سوق التداول), ويوجد نوعين من العوائد للسهم وهما:

أ)توزيعات الأرباح النقدية أو غير النقدية :

المقصود بالنقدية أي الأرباح التي توزع في حالة إقرار من الجمعية العمومية لتوزيع أرباح للمساهمين, أما الأرباح غير النقدية فهي مثل حالة توزيع أسهم مجانية.

مثال :حققت الشركة ربحية سنوية بما يوازي 8 جنيه للسهم . يتم تحديد النسبة التي سيتم

توزيعها من خلال الجمعية العمومية للشركة , وقد تكون النسبة الموزعة تعادل 2أو3أو5 جنيه ويتم تخصيص الباقي لتطوير منتجات الشركة أو كاحتياطي.

ب) الأرباح والخسائر الر أسمالية:

هي الأرباح و الخسائر التي تتحقق نتيجة التغير في السعر السوقي للسهم يوم الشراء عنها في يوم البيع ويتحقق الربح إذا كان سعر شراء الشراء أقل من أقل من سعر البيع, وتتحقق الخسارة في حالة إذا كان سعر الشراء أكبر من سعر البيع.

مثال: أنت اشتريت سهم إحدى الشركات بسعر 100 جنيه ثم بعته من خلال البورصة بسعر 120 جنيه بهذا تكون كسبت 20جنبه (20%) وهو عبارة عن مكسب رأسمالي.

يمكن حساب معدل العائد للسهم عن طريق المعادلة التالية =

(سعر بيع السهم – سعر شراء السهم)+ قيمة التوزيعات **100***

سعر الشراء

وبالتطبيق على المثالين السابقين:

معدل العائد = (120-100)+5 *100 = 25%   100

أنواع الأسهم

من حيث طبيعة الإصدار

- **الأسهم الممتازة:** فئة من الأسهم التي تمنح مالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي مثل حصول صاحب السهم الممتاز على أسبقية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أنهم يتمتعون بأولوية في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات.

- **الأسهم العادية** : هي صكوك ملكية تعطى لحاملها الحق في حضور الجمعية العمومية السنوية ، والحصول على توزيعات الدخل إذا ما حققت الشركة أرباحا وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها , وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات والأسهم الممتازة.
- **الأسهم المجانية :** هي توزيعات تقوم بها الشركة تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات فى صورة أسهم عادية , وتعتبر التوزيعات في شكل أسهم زيادة في رأس مال الشركة.

من حيث القيد بجداول البورصة

- **الأسهم المقيدة** :وتعني أسهم الشركات المقيدة بجداول القيد في البورصة ،وجميع البورصات العالمية لديها قواعد وشروط قيد يجب على الشركات الالتزام بها لكي يتم قيدها بتلك الجداول.
- **الأسهم الغير مقيدة :** هي الأسهم التي لم تقدم طلب لقيدها بالبورصة أولا تستوفي معايير وشروط القيد بالبورصة (خارج الجدول).

مخاطر الاستثمار في الأسهم :هي المخاطر التي يتعرض لها حامل السهم وهي نوعين :

- **المخاطر المنتظمة:**وهي المخاطرة التي تنشأ من العائد على السهم نتيجة للتغيرات في النشاط الاقتصادي وتؤدي إلى تغيرات في السوق ولذلك يطلق عليها (مخاطر سوقية).
- **المخاطر الغير منتظمة :** وهي التي تنشأ من داخل المنشأة ذاتها ولا علاقة لها بالسوق أو النشاط الاقتصادي ويمكن أن يطلق عليها(مخاطر غير سوقية).ت
- **المخاطرة الكلية** = المخاطر السوقية + المخاطر الغير سوقية.

2) **السندات:(Bonds)**

تعريفها: يعتبر السند قرض من المساهمين إلى الشركة وتتعهد الشركة المصدرة للسند بدفع قيمته في تاريخ محدد ، مقابل الحصول على فائدة محددة سنوية من القيمة الاسمية له حتى تاريخ استحقاقه.

ولذلك تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، ويوجد عدد من التعريفات المرتبطة بالسندات لابد أن يلم بها كل مستثمر:

- **القيمة الاسمية :** وهي القيمة التي يتم إصدار السندات.
- **معدل الكوبون :** وهو ما يعبر عن سعر الفائدة (الاسمي) على السند المصدر ويطلق عليها معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على فوائد دورية طبقا لهذا المعدل.
- **أجل الاستحقاق :(Maturity Date)** وهو تاريخ استحقاق السند ،أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين.
- **حق استدعاء السندات:** قد ينص في عقد إصدار السندات على أنه يحق للشركة أن تقوم باستدعاء السندات في أي وقت ولابد أن تخطر حملة السندات بهذا الأمر وغالبا ما تلجأ الشركات إلى هذا النوع من الاستدعاء إذا انخفض سعر الفائدة السوقي عن سعر الفائدة على السندات وبذلك تستفيد الشركة مصدرة السندات بفروق مدفوعات الفوائد.

<u>أنواع السندات:</u>

1) **السندات الحكومية** : هي السندات التي تقوم الحكومة أو أحد هيئاتها بإصدارها وهي سندات طويلة الأجل تتراوح مددها بين عشرة إلى أكثر من ثلاثين سنة وتقوم

الحكومة بإصدارها من أجل تمويل إنفاقها العام مثال (سندات التنمية وسندات الإسكان).

2)**سندات غير مضمونة :** وهذا النوع من السندات يعد حامله بدفع فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل في ميعاد استحقاقه ، ولكن نظرا لأن هذه السندات غير مضمونة فأن حملة هذا النوع يمكنهم المطالبة بإفلاس الشركة وتصفية أصولها المادية ليتمكنوا استيفاء حقوقهم أو بعضها لدى الشركة المصدرة.

3)**سندات الرهن :** تشبه النوع السابق إلا أنها تكون مضمونة بأصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلات، ولذلك تستوفي قيمتها عند التصفية من الأصل الضامن لها فإذا لم تفي هذه الأصول بمقدار الدين الكامل يدخل حملة السندات بعد ذلك كدائنين عاديين في عمل من عمليات التصفية.

4)**سندات الدخل :**يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا، كما أن حامل هذا النوع من السندات ليس له حق المطالبة بفلوس الشركة في حالة عدم القدرة على الدفع والسداد.

5)**السندات القابلة للتحويل:**هي نوع من السندات تتميز بجميع خصائص السندات كالحصول على فوائد دورية ، ورد القيمة في ميعاد الاستحقاق ، إلا أنها تتميز بميزة إضافية وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك ، وهذه السندات قد يفضلها الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها هي من النوع الذي تتميز بمعدلات نمو عالية.

6) **سندات التوريق:**هو تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تتدفق من مجموعة من الأصول المالية (قروض عقارية , قروض سيارات ,....)إلى أوراق مالية ، وذلك عن

طريق إصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول

مثال : إصدار شركة كونتاكت contact لتقسيط السيارات أحد شركات البنك التجاري لأول سندات توريق فيها والسندات مضمونة بقروض أقساط السيارات.

مخاطر الاستثمار في السندات:

يمكن القول أن السندات هي أقل خطرا من الأسهم حيث تتميز معظمها بتوفير معظمها بتوفير عائد دوري ثابت بعكس الأسهم، خاصة السندات الحكومية التي تتميز بأنها مضمونة من قبل الحكومة ، أما بقية السندات فهي أقل خطرا من الأسهم فيما عدا سندات الدخل التي تعتبر أكثر خطرا حيث أنها مثل السهم ولا يوجد إلزام من قبل الشركة في صرف عوائد دورية أو حتى الحق في إعلان إفلاس الشركة.

ج) شهادات الإيداع الدولية(GDR)

تعريفها :وثيقة دولية تصدر بالدولار وقد تصدر باليورو وتمثل عدد محدد من الأسهم المحلية يتم تداولها بالبورصات الدولية وتخضع لقواعد البورصة المقيدة بها.

طريقة الإصدار : يتم الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار (في المعتاد يكون بنك محلي) ومن ثم فإن الشهادات التي يتم تداولها بديل عن الأوراق المالية الأصلية , وبذلك فإن مالك شهادات الإيداع الدولية هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المحلية المقابلة لها (حسب نسبة توزيع متفق عليها) وبذلك فإن له الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم.

** **الطريقة الثانية : صناديق الاستثمار**

هي عبارة عن مؤسسات مالية مستقلة أو تابعة لأحد البنوك أو شركات التأمين, تقوم بإصدار وثائق استثمار يتم بيعها للمستثمرين أفراد أو شركات الاستثمار حصيلة البيع في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة في سوق التداول بهدف تكوين

محفظة أوراق مالية منوعة"Portfolio" ومتوازنة من حيث العائد والمخاطر ولا يجوز لها مزاولة أي أعمال مصرفية مثل الإقراض أو المضاربة في العملات.

و يلجأ المستثمر إلى صناديق الاستثمار في حالة عدم توافر رأس المال الكافي أو الخبرة أو الوقت لدى المستثمر لتكوين محفظة استثمارية تتسم بالكفاءة ، لذا فأنه يمكن عن طريق صناديق الاستثمار التغلب على هذه المشاكل عن طريق تجميع المدخرات المالية مقابل إعطائهم أوراقا مالية تسمى وثائق الاستثمار، والقيام باستثمار هذه المدخرات وفق قواعد وشروط محددة ,ويقوم بإدارة هذه الصناديق إدارة محترفة تسمى مدير الاستثمار, وذلك مقابل مالية تسمى أتعاب الإدارة، وذلك لتحقيق عائد للصندوق يقوم باقتسامه أصحاب الوثائق.

أهداف صناديق الاستثمار:

1) تحقيق عائد دوري : أي أن يقوم البنك بصرف عوائد دورية للعملاء من خلال الأرباح التي يحققها الصندوق .
2) تحقيق نمو رأسمالي (عائد تراكمي) : يهدف الصندوق إلى الاستثمار في شركات ناجحة ومتوقع لها النمو " شركات النمو " ويتم تدوير الأرباح للحصول على مزيد من المكاسب الرأسمالية .
3) تحقيق عائد دوري و نمو رأسمالي (عائد تراكمي): يحاول الصندوق هنا الجمع بين مزايا النوعين، حيث يقوم بتوزيع عوائد دورية، وفي نفس الوقت يجنب جزء من العوائد ويقوم بتدويرها مرة أخرى في الصندوق.
4) تحقيق نمو رأسمالي مع توزيع عائد أو منح جوائز : يتم ذلك بعد بلوغ القيمة الرأسمالية للوثيقة حد معين .

أنواع صناديق الاستثمار

أ)من حيث إصدار و استهلاك وثائق الاستثمار

- **صناديق ذات النهاية المغلقة :** وترجع تسميته بهذا الاسم وذلك لأن هذا النوع من الصناديق ذات رأس مال ثابت لا يتغير وقيمة وعدد الوثائق المصدرة الاسمية ثابت في معظم الأحوال ويتم قيد هذا النوع في بورصة الأوراق المالية لكي تتم عليها عمليات التداول.
- **صناديق ذات النهاية المفتوحة :** وقد جاء هذا المسمى من أن حجم الأموال التي تستثمر في الصندوق غير محدد، وذلك هو الشكل الذي تتخذه البنوك وشركات التأمين التي تؤسس صناديق الاستثمار والمقصود برأس المال المفتوح أو المتغير هو الاستمرار في إصدار وثائق استثمار جديدة و بطريقة متواصلة مع إعادة شراء الصندوق للوثائق السابق إصدارها عند رغبة العميل لردها.

ب) من حيث مكونات التشكيلة أو أصول الصندوق

- **صناديق الأسهم :** يستثمر هذا النوع من الصناديق في أسهم الشركات المختلفة ويمكن التمييز بين الصناديق التي تتعامل في أسهم شركات تنمو فيها الأرباح أسرع من القطاع أو الصناعة وتسمى شركات النمو، وأخر تستند على الاستثمار في أسهم الشركات ذات الأداء الجيد بناء على سلامة عناصرها الأساسية وذلك بهدف الحصول على توزيعات هذه الأسهم وتسمى شركات العائد الدوري، كما يوجد نوع آخر من الصناديق خليط بين النوعين.
- **صناديق السندات** : ويقوم هذا النوع من الصناديق باستثمار أموالها في السندات وتحصل على عائد استثماراتها من توزيعات الكوبونات ومن خلال ما تحققه من

أرباح رأسمالية على تعاملاتها على تلك السندات في البورصة.

- **صناديق متوازنة :** تعتمد هذه الصناديق على تشكيل محافظ متوازنة من الأسهم والسندات وعادة ما يستثمر مديرو هذه الصناديق من 50:60 % من أموالها في الأسهم مع الاحتفاظ بالباقي في صورة سندات ونقدية.

خطوات الاستثمار في صناديق الاستثمار

إذا قررت الاستثمار عن طريق الاستثمار، فإليك خطوات الاستثمار سواء في الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة :-

أولا: صناديق الاستثمار المفتوحة

الشراء : تتم عن طريق الذهاب إلى البنك وشراء وثيقة الاستثمار المناسبة بالمبلغ الذي يحدده العميل وحسب فئات الوثائق المتاحة.

صرف الكوبونات :الذهاب إلى البنك أو الجهة المصدرة لوثائق الاستثمار .

استرداد أو تسييل الوثيقة : الذهاب إلى البنك أو الجهة المصدرة لوثائق الاستثمار.

تحديد القيمة الاستردادية للوثيقة: صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد /عدد وثائق الاستثمار في ذات التاريخ.

ثانيا : صناديق الاستثمار المغلقة

- الشراء: يتم الشراء من البورصة حسب سعر التداول في البورصة.
- صرف الكوبونات: يتم الذهاب إلى الجهة أو البنك المصدر للوثيقة.
- استرداد أو تسييل الوثيقة : يتم البيع في البورصة حسب سعر التداول في البورصة.

فوائد الاستثمار في صناديق الاستثمار

1) إدارة متخصصة للاستثمار تقوم بتحليل الأوراق المالية المختلفة وتحديد بدائل فرص الاستثمار الأفضل.
2) تكلفة الشراء منخفضة نتيجة القدرة الشرائية المجتمعة.
3) تنويع الاستثمارات بين القطاعات المختلفة والشركات المختلفة مما يخفض درجة المخاطرة ويزيد من العائد على الاستثمار.

كيفية متابعة وثائق صناديق الاستثمار

أولا: متابعة أسعار وثائق صناديق الاستثمار:

يكون عن طريق الإطلاع على الصحف اليومية مثل الأهرام والأخبار حيث يتم النشر يوميا أو أسبوعيا على حسب الصندوق.

ثانيا: متابعة نشاط وأداء صناديق الاستثمار

تكون المتابعة عن طريق التقارير التي تقوم بإصدارها الجهات المصدرة لصندوق الاستثمار.

كيف يتم اختيار صندوق الاستثمار؟

يوجد عدد من المعايير التي يتم على أساسها اختيار الصندوق وهي:

- سعر الوحدة الاستثمارية في الأسهم والسندات بالصندوق.
- ازدياد أو تراجع حجم الصندوق.
- نجاح الصندوق في تحقيق أهدافه المعلنة (من العائد السنوي المتوقع على الاستثمار، وإمكانية تحقيق أرباح).
- حجم السيولة المتوفرة في الصندوق و إمكانية قيام المستثمر بتسييل استثماره أو

الخروج من الصندوق.

- **أداء الصندوق في السابق ومؤهلات القائمين على إدارته.**
- مصداقية المؤسسة التي تروج وتدير الصندوق.

كيف تتم المفاضلة بين الاستثمار الفردي و صناديق الاستثمار؟

- إذا لم يكن لديك الوقت الكافي لمتابعة أعمالك واستثماراتك فأنصحك بالاستثمار في صناديق الاستثمار.
- إذا لو يكن لديك سيولة كافية من الأموال فأنصحك أن تستثمر في صناديق الاستثمار.
- إذا لم يكن لديك حب للمغامرة ولو قليلا وتفضل الاستثمار بدون تحمل أي أعباء فأنصحك بالاستثمار في صناديق الاستثمار.
- إذا كان لديك أي مما سبق (وقت – سيولة – حب مغامرة) فأنصحك بالاستثمار بنفسك فإنها لمتعة أن تحقق الربح وتتابع أعمالك وأموالك تنمو.

الفصل الثاني

مخاطـــــر الاستثمــــار



مخاطر الاستثمار

تمهيد

أربعة مخاطر تواجه جميع المستثمرين أياً كان نوع استثمارك لأموالك فانه لابد من أن يكون هنالك بعض عناصر المخاطر التي قد تعتري محفظتك الاستثمارية.
أن الشيء الهام والضروري الذي لابد أن تضعه في الحسبان هو أن العائد والمخاطرة يسيران معاً يداً بيد.

فانخفاض درجة المخاطرة على الاستثمار يقابله بالمثل عائد منخفض، وعلى العكس تماماً فانك لتحصل على عائد مرتفع على استثماراتك لابد لك من أن تتقبل درجة عالية أيضا من المخاطرة، ولمساعدتك لتكون لديك صورة واضحة عن مبدأ المخاطرة الذي يعتري الاستثمار وبدرجاته المتفاوتة.

أنواع مخاطر الاستثمار

سنوضح باختصار أنواع مخاطر الاستثمار:

أولاً: مخاطر السوق

يتخوف المستثمرون عادة من الاستثمار في بعض الأسواق وخصوصاً أسواق الأسهم، وذلك لوجود ما يسمى بعامل خطر السوق، أنه خطر خسارة جزء من الأموال المستثمرة في الأسهم كنتيجة لانخفاض قيم السوق.
إن التفكير بأن الاستثمارات تتحرك ارتفاعاً وهبوطاً يجعل الأعصاب مشدودة ومتوترة، فحقيقة الأمر أن تقلب أو تذبذب السوق وبالرغم من انه متوقع لدى المستثمرين إلا انه الجزء غير المستحب في سوق الأسهم.

ثانياً: مخاطر التضخم

بعض الأشخاص وتفادياً منهم لخسارة جزء من استثماراتهم في الأسواق المالية تجدهم يضعون أموالهم في حسابات ادخار، ولكن ما يعتبر ضماناً وأماناً في مدة زمنية قصيرة قد يعتبر خطراً يهدد هذه الأموال مع مرور الوقت. وهو قد يجلب نوعا من المخاطر يتمثل في القوة الشرائية أو خطر التضخم، وهو ما يعني تدني القيمة الحقيقية لهذه الأموال، فالمال تضعف قيمته تماماً بما يقارب نسبة التضخم التي تطرأ على الاقتصاد العام للدولة، ومثال ذلك ارتفاع تكلفة المعيشة في الوقت الراهن مقارنة عنه في سنوات مضت.

ثالثاً: مخاطر السيولة

ما يتعارف عليه بتسييل الاستثمارات هو معناه تصفية الاستثمار أو جزء منه وتوجيهه ليكون سيولة نقدية. وكثير من الأشخاص لا ينتبه لهذا العامل الهام وذلك عند اختيارهم لاستثمارات معينة تتطلب مددا زمنية تتراوح بين القصيرة إلى طويلة الأجل حتى يمكن جني ثمار هذا الاستثمار. وحتى الاستثمارات في بعض المنتجات البنكية والتي يطلق على بعضها معدومة المخاطر، فأنها تحتوي على تواريخ محددة للحصول على الربح. ان ما نقصده هنا بمخاطر السيولة هو تضاؤل الربح أو انعدامه عند الرغبة الطارئة للمستثمرين في تسييل استثماراتهم فجأة نظراً لظروف معينة.

والخلاصة هي أن التأكد من فهمك للمخاطر التي قد تعترض الاستثمار وكذلك إجراء الاحتياطات لكي تكون هذه المخاطر في أضيق حدودها، هي الحس الذي يفترض أن يتحلى به المستثمر الحكيم.

كما أن توزيع المحفظة الاستثمارية كأن تحوي منتجات استثمارية متنوعة مثل أسهم وسندات وصناديق استثمار وكذلك نقد هو الخطوة الأولى لمواجهة وإدارة المخاطر.

مخاطر المضاربة

الآن وقد بدأ مؤشر السوق باسترجاع بعض خسائره بعد الانهيار الذي حل بها فهل ينسى المستثمرون ما حصل؟ والسؤال الأهم هو، هل تعلمنا الدرس؟ فمن الخطأ الآن أن نمارس طقوس المضاربة التي اعتدنا عليها دون التفكير فيما آلت إليه استثمارات الكثير من صغار المستثمرين، وبغض النظر عن أسباب هذا الانهيار فالمستقبل لا يخلو من المفاجآت السارة وغير السارة التي ستأتي بها أسباب جديدة وغالبا ما تكون غير متوقعة. فالدرس هنا هو في أهمية إدارة المخاطر المترتبة على القرارات الاستثمارية التي يتخذها كل مستثمر، وما سبب كون أغلبية ضحايا الانهيار الأخير من صغار المستثمرين إلا أن الكثير منهم كشف محفظته لمستوى مخاطر أعلى مما يستطيع وضعه المالي احتماله.

فمن بدهيات علم التمويل أن الاستثمار في أي سوق أسهم هو استثمار ذو مخاطر عالية على المدى القصير، وكلما طال أمد الاستثمار قلت المخاطر وإن كانت لا تختفي ولا تدخل ضمن أي نطاق مضمون. والسوق المحلي لا يختلف عن الأسواق الأخرى في هذه الخاصية، ومع ذلك نجد أن أغلب المستثمرين خاضوا السوق بمضاربة يومية وهي سياسة الاستثمار الأقصر مدى والأعلى مخاطرة. فيصبح السؤال المنطقي هنا هو كيف غفل المستثمرون في السوق المحلي عن هذه المخاطر ووضعوا أنفسهم مكشوفين بالكامل أمام أهواء السوق؟

جواب هذا السؤال نجده في السطحية الشديدة في التحليل التي لا يعاني منها المبتدئون من المستثمرين فحسب، بل والكثير من المحللين المتخصصين وحتى بعض دور الاستشارات الاستثمارية. فبدءا من التحليلات البسيطة المتداولة في منتديات الهواة وحتى

عدد ليس بقليل من التقارير المهنية التي تباع لمن رغب في تحليل أعمق وأكثر منهجية، نجد أن الأداة الرائجة لتقييم أي سهم هي "مكرر الربحية". والميزة الوحيدة لهذه الأداة هي البساطة، فهي سهلة الحساب وتعطي فكرة سريعة قابلة للمقارنة عن مستوى سعر السهم. ولكن مع البساطة يأتي قصر النظر، فمكرر الربحية يغفل عن احتواء أهم عامل من عوامل الاستثمار وهو مستوى المخاطرة المرتبط بالاستثمار في السهم. ومع أن نقطة ضعف كهذه كفيلة بأن تجعل دور مكرر الربحية في التحليل المالي محدود للغاية، إلا أننا نجد أن مكرر الربحية قد أصبح أداة التحليل الأولى في السوق المحلي، حتى أن تقارير بعض دور الاستشارات الاستثمارية تتوصل إلى القيم المفترضة للأسهم باستخدام مكرر الربحية، بل أحيانا باستخدام أداة أكثر سطحية وهي مكرر المبيعات. فبالتالي أي قرارات تبنى على مكرر الربحية لا تضع في الاعتبار مستوى المخاطرة الذي يناسب وضع المستثمر المالي الذي يختلف من مستثمر لآخر بطبيعة الحال.

أما الأسوأ من هذه السطحية فهي الشعبية الواسعة التي اكتسبها نوع من التحليل المالي يعرف بالتحليل الفني **Technical Analysis** ، وهو مجموعة من الأدوات الإحصائية تستخدم لتصميم رسوم بيانية تصف حركة الأسهم في الماضي ومنها يتم توقع توجهات السوق في المستقبل. وبغض النظر عن أن هذا النوع من التحليل المالي يحظى في الأوساط الأكاديمية وشركات "وول ستريت" بدرجة الاحترام نفسها التي يحظى بها مجال التنجيم، إلا أن ما يهمنا هنا هو أن هذا المجال هو أيضا لا يلقي بالمستوى المخاطرة المرتبط بالأسهم المشمولة بهذا التحليل، وبالتالي فإن طبقة التحليل الفني هم أيضا معرضين لمستويات مخاطرة غالبا ما تكون غير ملائمة لتطلعاتهم الاستثمارية.

ومن المناسب هنا التطرق نحو مفهوم المخاطرة في الاستثمار، فلأول مرة قد يبدو

أن المخاطرة تعني احتمال الخسارة، ولكن مفهوم المخاطرة يعني أكثر من ذلك وهو مدى تذبذب العائد على الاستثمار عن العائد المتوقع. فعلى سبيل المثال إذا كان لديك سهم تتوقع أن يكون عائده للسنوات الثلاث المقبلة 10 في المائة سنويا وسهم آخر تتوقع أن يكون عائده 15 في المائة في السنة الأولى ثم 5 في المائة في السنة الثانية ثم 20 في المائة في السنة الثالثة، فالسهمان لهما متوسط العائد المتوقع نفسه ولكن الأول بلا تذبذب والثاني بمعدل تذبذب عالي وبالتالي فهو عال المخاطر.

<u>مخاطر الاستثمار على المصارف</u>

إن المخاطر المتعلقة برأس المال هي من الناحية المبدئية مخاطر مرتبطة بحقيقة أن الأموال يتم استثمارها في موجودات محفوفة بالمخاطر، وتستند هذا المخاطر بكاملها على مفهوم الموجودات المثقلة حسب درجة مخاطرتها التي تمثل مقام النسبة (بينما يمثل رأس المال) بسط هذه النسبة .وتظهر مشاكل في سياق تطبيق هذه المنهجية على المصارف على شكل نسبة كفاية رأس المال.

رأس المال،إن اتفاقية بازل تميز بين العديد من الشرائح وتتكون من

- **الشريحة الأولى:** من رأس المال الدائم للبنوك واحتياطياته، كما تظهر في قائمة المركز المالي باستثناء احتياطيات إعادة التقييم.
- **الشريحة الثانية** : فتتكون من احتياطيات لا يفصح عنها.

احتياطيات إعادة التقييم.

المخصصات العامة التي يحتفظ بها لمقابلة مخاطر حالية غير محددة(تحدد بنسبة %1.25من الأصول المرجحة حسب درجة مخاطرها).

أدوات رأس المال الهجينة: الدين /حقوق الملكية مثل الأسهم التفضيلية الدائمة والدين الثانوي الدائم. الدين الثانوي الذي يفي باشتراطات معينة، أهمها أن لا تقل مدة استحقاقه عن خمس سنوات بحيث لا يتجاوز 50% من المبلغ المشمول في البسط بموجب الشريحة رقم (1)ولا يجوز أن يتجاوز إجمالي المبلغ الذي يجب أن يشمله البسط بموجب الشريحة رقم (2)إجمالي المبلغ المشمول بموجب الشريحة رقم (1).

وتجدر الإشارة إلى أن حسابات الاستثمار لا تتماشى مع مقاييس أي من شرائح رأس المال هذه، وذلك لأنه من غير الطبيعي أن تكون لهذه الحسابات مدة استحقاق طويلة الأجل مثل ما ذكر سابقا .ومن ناحية أخرى إذا شكل المصرف احتياطيات تتسم بالحذر بشكل عام من خلال إطار حسابات الاستثمار سواء المطلقة أم المقيدة، فإن هذه الاحتياطيات من حيث المبدأ مؤهلة لمعالجتها بصفتها جزء من الشريحة رقم (2)طالما أن جزء من الموجودات الموزونة حسب درجة المخاطر التي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار في مقام النسبة .وهذه المعالجة لا تنطبق على المخصصات الخاصة أو العامة المتعلقة بخسائر محددة إنما فقط على الاحتياطيات التي تتسم بالحذر لمقابلة خسائر غير محددة لذا يجب التمييز بينهما معايير المحاسبة المالية رقم (11)الصادر عن الهيئة، أما بالنسبة للقيد المتعلق بتحديد نسبة 1025% من الموجودات المرجحة فلا يطبق على هذه الحالة وذلك لأن المخصصات عامة .

أما بالنسبة للموجودات الموزونة، فإن المسألة الأساسية التي تخص المصارف تتعلق بمعالجة الموجودات التي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار توثر المخاطر المرتبطة بهذه الموجودات على رأس مال المصرف.

ما هي المخاطر التي يتعرض لها رأس مال المصرف نتيجة قبوله حسابات الاستثمار؟

بالنسبة للمخاطر التجارية العادية فإن الموجودات التي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار أو الجزء الخاص بأموال أصحاب حسابات الاستثمار الذي استخدم في الموجودات الممولة من قبل كل من أصحاب حقوق الملكية "المساهمين "وأصحاب حسابات الاستثمار لا تؤثر على رأس مال المصرف المعرض للمخاطرة، حيث أن من طبيعية حسابات الاستثمار أن تتحمل المخاطر التجارية الخاصة بها، لذا فقد اقترح أن تستبعد من إجمالي الموجودات الموزونة بدرجة مخاطرتها.لكن هناك مخاطر عدا المخاطر التجارية العادية التي قد تكون لها آثار بالنسبة لرأس مال المصرف المعرض للمخاطرة .فلو قامت إدارة المصرف بالتصرف بشكل مخالف لنصوص عقد الاستثمار، أو أهملت في إدارة أموال المستثمرين، فإن المصرف يكون مسؤولا من الناحية القانونية عن الخسائر وتسمى هذه المخاطر **بالمخاطر الاستثمارية.**

مما جعل البعض يقترح أن يشمل مقام النسبة بعضا من الموجودات الموزونة حسب درجة مخاطرتها والتي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار .أما بالنسبة **للمخاطر التجارية المنقولة** والتي تعود إلى أن يكون المصرف مضطر لدفع معدل عائد وافي لأصحاب حسابات الاستثمار لإقناعهم بالاستمرار في استثمار أموالهم لدى المصرف بدلا من سحبها وإذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد الذي سيدفعه المصرف بموجب الشروط العادية التي يتضمنها عقد الاستثمار، فإن المصرف قد يتعرض لضغوط للتخلي عن جزء من حصته في الربح جزء من حصة المضارب على سبيل المثال، وربما يؤدي امتناع المصرف عن التخلي عن جزء من حصته في الربح إلى سحوبات للأموال بحجم كبير من قبل المستثمرين مما قد يعرضه للمخاطرة ,وعليه فإن جزء من المخاطرة التجارية المتعلقة بالعوائد

المنسوبة لحسابات الاستثمار يتم في الواقع تحويله إلى أموال المساهمين أو رأس مال المصرف .

ويعود سبب كون المخاطر التجارية المنقولة حقيقة واقعية للمصارف في حين لا يكون كذلك في المؤسسات التقليدية لإدارة الأموال هو أن أموال حسابات الاستثمار التي تديرها المصارف لا ينشأ لها في العادة منشأة ذات شخصية اعتبارية منفصلة عن المصرف نفسه بل يتم إدارتها بموجب شروط عقد المضاربة بين المصرف والمستثمرين.

وبما أن كل من المخاطر الاستثمارية والمخاطر التجارية المنقولة لها أثر على كفاية رأس المال لذا يجب أن يشملها مقام النسبة. ومن ناحية أخرى تكون متطلبات كفاية رأس المال لمؤسسة إدارة الأموال تكون أقل من متطلبات المؤسسات التي تقبل الودائع وذلك لأن التوفيق السليم بين مدد الاستحقاق والسيولة الكافية يجب أن يمكن مؤسسة إدارة الأموال من القدرة على تحقيق تخفيض منظم في حجم الأموال المدارة دون التعرض للمخاطرة من حيث قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، حيث أن المخاطر التجارية تنشأ بقدر ما تجد المصارف نفسها مضطرة تجاريا إلى تعديل العوائد على حسابات الاستثمار مما يجعل خطر أكبر على أموال مساهمي المصرف.

هل يجب التمييز بين الاستثمارات المطلقة والمقيدة بهدف معالجة المخاطر الاستثمارية والتجارية المنقولة في نطاق كفاية رأس المال؟

بالنسبة للمخاطر الاستثمارية فلا يوجد سبب للتمييز خاصة أن وجود قيود حول تصرف المضارب بصفته مديرا للأموال لا يخفض من مخاطر مخالفة عقد المضاربة أو إهمال المضارب.

أما في المخاطر التجارية المنقولة لا توجد من حيث المبدأ أسباب لكي تكون المخاطر أقل في الاستثمارات المقيدة عن المطلقة، كما أن الملاحظات التجريبية تفيد أن أنواع الممارسات التي تؤدي إلى المخاطر التجارية المنقولة هي ممارسات تتم في حالة الاستثمارات المقيدة كما في المطلقة.

إلى أي مدى يمكن اعتبار حسابات الاستثمار ضمن شرائح رأس مال المصرف المعرضة للمخاطرة؟

إذا كان الأمر مقبولا بما يتعلق بالمخاطرة التجارية العادية بأن تتحمل حسابات الاستثمار المخاطر الخاصة بها، فإنه في هذه الحالة لا يبدو أن هناك سببا ينشأ عن المخاطرة التجارية العادية بحيث يترتب على ذلك :

- شمول مقام النسبة الموجودات الموزونة حسب درجة مخاطرتها التي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار.
- اعتبار حسابات الاستثمار جزءا من رأس مال المصرف المعرض للمخاطر.

فإذا أخذنا في الاعتبار المخاطر التجارية العادية فقط، فإن مسألة تشكيل النسبة وحسابها يمكن التعامل معها بشكل مباشر وذلك باستبعاد حصة الموجودات الموزونة حسب درجة مخاطرتها التي يتم تمويلها من حسابات الاستثمار من مقام النسبة واستخدام التشكيل الموحد للجنة بازل في البسط.

ولكن لو أخذت في الاعتبار المخاطر الاستثمارية والمخاطر التجارية المنقولة ففي هذه الحالة يجب مراعاة أن تلك المخاطر تتحملها أموال المصرف أموال المساهمين وليس حسابات الاستثمار .وفي حالة المخاطر الاستثمارية فإنها مخاطرة تتعلق باحتمال اتخاذ إجراء قانوني في أعقاب سوء إدارة حسابات الاستثمار من قبل المصرف، ومن الواضح أن تحمل

أي مخاطرة كهذه من قبل حسابات الاستثمار يعتبر تناقضا .وفي حالة المخاطر التجارية الزائدة فإن هذا النوع من المخاطر يظهر من احتمال شعور إدارة المصرف بأنها مضطرة ولأسباب تجارية بأن تحول إلى أموال المساهمين جزءا من المخاطر المتمثلة في قابلية تغير العوائد السنوية لأموال حسابات الاستثمار .وعليه فإن تحمل حسابات الاستثمار هذه المخاطرة يعتبر أيضا بمثابة تناقض، وبالتالي نستنتج أنه لا داعي من ناحية مبدئية أن يشتمل بسط النسبة على حسابات الاستثمار بصفته عنصرا إضافيا يرمز له بالشريحة رقم (4) وهذا يستند إلى حجج قائمة على مبادئ الأولية نهائي .وبالإضافة لذلك فإن هناك أسباب أكثر عملية لتجنب أسلوب الشريحة رقم (4)الذي يقضي بأن يشمل رأس المال جزءا من حسابات الاستثمار لأسباب حساب نسبة كفاية رأس المال ,حيث أن هذا لن يكون منسجما مع هدف اللجنة بإتباع منهجية المخاطرة بقدر الإمكان.

وإن أقرب ما تصل إليه اتفاقية بازل في الاعتراف بعنصر يشبه حسابات الاستثمار وهو الدين الثانوي . ولكي يصبح هذا الدين جدير بأن يدرج في مكونات رأس المال لأغراض احتساب نسبة كفاية رأس المال، يجب أن لا تقل مدة استحقاقه عن خمس سنوات .ورغم ذلك فإنه لا يمكن أن يدرج هذا الدين في رأس المال إلا بمبلغ لا يتعدى %50من رأس مال الشريحة رقم .(1) ولغرض هذا البيان قررت اللجنة عدم إدراج حسابات الاستثمار في رأس مال المصرف المعرض للمخاطرة أي بسط النسبة والاستثناء الوحيد لهذا الاقتراح هو الاحتياطيات التي تتسم بالحذر احتياطي معدل الأرباح واحتياطي مخاطر الاستثمار (التي يكونها المصرف في ما يتعلق بحسابات الاستثمار .إن احتياطي معدل الأرباح واحتياطي مخاطر الاستثمار قد عرفا في معايير المحاسبة المالية رقم (11) .

وبناء عليه فإن الاحتياطيات التي تتسم بالحذر والتي يكونها المصرف لحسابات

الاستثمارات المطلقة تكون مؤهلة للإدراج في البسط، شريطة الإفصاح عنها في قائمة المركز المالي أو في الإيضاحات حول القوائم المالية، وفقا لما يتطلبه معايير المحاسبة المالية رقم(11). والاحتياطيات التي تتسم بالحذر والتي يكونها المصرف لحسابات الاستثمارات المقيدة التي تدرج خارج قائمة المركز المالي مؤهلة أيضا للإدراج شريطة الإفصاح عنها في الإيضاحات حول القوائم المالية وفقا لما يتطلبه معايير المحاسبة المالية رقم . (11) وهذه الاحتياطيات تدرج ضمن الشريحة (2) وتحسم من مبلغ حسابات الاستثمار المدرجة في مقام النسبة.

الخلاصة :يستنتج مما سبق أن المسائل التي يجب أخذها في الاعتبار في هذا البيان تختص أساسا بتشكيل مقام النسبة .أما بخصوص البسط فإن التغيير الوحيد في لمنهجية المخاطرة هو إدراج الاحتياطيات التي تتسم بالحذر والتي يكونها المصرف لحسابات الاستثمار.

وقد تم تحديد فئات من المخاطر أو المخاطر المحتملة الناشئة عن إدارة أموال حسابات الاستثمار من قبل المصرف وهي:-

- **المخاطر التجارية العادية :** وتتحمل هذه المخاطر بشكل كامل حسابات الاستثمار، ولا تؤثر على المخاطرة التي يتحملها رأس مال المصرف المحددة حسب معادلة المخاطرة.
- **المخاطر الاستثمارية أو مخاطر إهمال الإدارة**: ويتحمل هذه المخاطرة وبشكل كامل رأس مال المصرف.
- **المخاطرة التجارية المنقولة :** ويتحمل هذه المخاطرة وبشكل كامل رأس مال المصرف.

الفصل الثالث

أدوات الاستثمار ومخاطرها

أدوات الاستثمار ومخاطرها

هنالك مجموعة كبيرة من الأدوات الاستثمارية المتاحة للمستثمر في المجالات الاستثمارية، نذكر منها:

أولاً: العقـــار

الاستثمار العقاري هو اسم لنشاط تجاري يختص باستثمار الأموال بمجال العقارات بكافة فئاتها لغرض تحقيق ربح مادي معين, ونظراً لقلة المخاطر الاستثمارية بمجال العقار نجد إقبال الكثيرين من المستثمرين على هذا النشاط الاستثماري.

ولكن يجب أن يعي كافة الراغبين بممارسة هذا النشاط، انه لم يقر احد بعدم وجود مخاطر بشكل كامل بمجال الاستثمار العقاري، ونحن نسمع عن العديد من المستثمرين العقاريين الذين تعرضوا لخسائر كبيرة بسبب عدم إدراكهم الصحيح لوضع السوق وعدم استعانتهم بمستشارين اقتصاديين وهندسيين لدراسة السوق بغرض تحديد الاتجاهات والرغبات في التصميم ومن ثم تطبيق مفاهيم الهندسة القيمية لتنظر في التكاليف الزائدة في المشروع.

إن أسعار العقار في مدينة ما ترتبط بمستوى دخل سكانها والمعروض المتاح من الشقق لتلبية الطلب، الآن يمكن تسوية مشكلة العرض والطلب مع الوقت عبر القرارات التجارية التي تتخذها الشركات المطورة والتي من شأنها تحقيق التوازن بين العرض والطلب.

والأمر الأكثر أهمية هو معدل الإنفاق الحالي للسكان، فإذا كانوا فقراء فأن الملاك لا يستطيعون فرض إيجارات مرتفعة إذا كانوا يريدون مستأجرين، وفي المقابل لا تستطيع الشركات العقارية بيع الوحدات السكنية بأسعار مرتفعة إلى أناس لا يستطيعون تحمل مثل

هذه الأسعار، كما أن الشارين المحتملين لن يدفعوا مبالغ كبيرة إذا كان المستأجرون من ذوي الدخل المحدود.

مثال: إذن فإن العامل المحدد لأسعار المنازل في دبي هو مدى رخاء سكانها، لماذا تكون أسعار المنازل مرتفعة في نيويورك ولندن وهونغ كونغ؟ لأن هذه المدن تحتضن تجمعات بشرية يتمتع أفرادها بأعلى الدخول في العالم.

إن دبي كونها نموذجاً للتطور تسعى بخطوات جريئة إلى التحول إلى تجمع لأفراد يتمتعون بأعلى معدلات الدخول في الشرق الأوسط، مثل المستشارين الطبيين في مدينة دبي الطبية أو المستثمرين في مركز دبي المالي العالمي. وتملك دبي وسائل إعلام ومجتمع تقنية معلومات غنيا في منطقة «تيكوم» كما أن مركز دبي للسلع المتعددة يقوم ببناء مركز لتجارة المعادن النفيسة والألماس والنفط وحتى العملات.

ولذلك فإن على الشارين للمنازل الذين يتطلعون إلى ابعد من تحقيق أرباح في غضون سنتين أو 3 سنوات التمعن في مستقبل دبي، لأنه إذا كان سكان دبي المستقبليون سيتقاضون رواتب مماثلة للرواتب في أوروبا مع الإعفاء من الضرائب فان ذلك سيؤدي إلى تصحيح أسعار المنازل في منحى صعودي أي أغلى من المستويات الحالية.

من جهة أخرى فإن الأماكن المهمة في دبي ستشهد نقصاً في المعروض، وسيتم بيع العقارات الفخمة بعلاوة اكبر من العلاوة الحالية في الأسواق، وبالتأكيد فان تدفق المعروض من الوحدات السكنية في السوق العقاري في دبي خلال السنوات المقبلة سيكون فرصة وليس تهديداً للمستثمرين إذا استطاعوا التصرف بحكمة.

وعندما تنجز دبي مشاريعها الإستراتيجية ستكون مكاناً يتمتع بالتنافسية بالنسبة الى الكثير من القطاعات الاقتصادية الإقليمية والعالمية، كما أن العقارات ذات الأسعار

المتدنية الآن مقارنة مع أوروبا يمكن أن تكون أغلى من أوروبا أو ربما تعادل مستويات الأسعار في هونغ كونغ أو شنغهاي.

هنا عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي مثل مبان أو أراضي، وهذا يكون بشكل مباشر، أما عندما يقوم بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثل المشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية، وهذا يكون بشكل غير مباشر.

خصائص الاستثمار في العقار

أ) حصول المستثمر في العقار على مزايا ضريبية والتي لا يتمتع بها المستثمرون في المجالات الأخرى، مثل ضريبة الدخل.

ب) حصول المستثمر على درجة كبيرة من الأمان والتي تفوق الفوائد المتحققة في الاستثمار في الأوراق المالية.

ج) يمكن من خلال المصادر المهمة للاستثمار في العقار من الحصول على فوائد مرتفعة على استثماراتها في الأمد الطويل إذا استطاعت استغلال مزايا المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي.

أما عيوب الاستثمار في العقار فيشمل:

أ) افتقار أدوات الاستثمار في العقار إلى عنصر التجانس والذي يلقي بظلاله على المستثمر وفي طريقة احتساب معدلات العائد المحققة منها.

ب) لا يوجد سوق ثانوي في الاستثمار في العقار.

ج) لا يوجد مرونة بالقدر الكافي في تسويق العقارات.

مخاطر الاستثمار في العقارات

تفتقر أدوات الاستثمار في العقارات إلى عنصر التجانس، لذا يلاقي المستثمر فيها مصاعب سواء في عملية التقييم أو في احتساب معدلات العائد المناسبة، لذا يجب أن يكون المستثمر متخصصا وعلى درجة واسعة بمجالات الاستثمار فيه.

خطوات ضرورية للتقليل من مخاطر الاستثمار العقاري

1) عدم الاعتماد على وجهة نظر أحادية في نوعية وطبيعة وشكل المشروع العقاري المراد تنفيذه، سواءً كانت وجهة النظر هذه من المستثمر أو من المصمم، فالفصل في ذلك ليس لأي منهما ولا لمن يقوم بالدراسة أيضاً، وإنما للسوق نفسه فهو يحكم ذلك كله.
2) رغبات واتجاهات العملاء تتغير وتتجدد باستمرار، فما كان يصلح قبل سنتين مثلاً لم يعد مقبولاً في الوقت الحاضر، ولذلك يلزم عمل مسوحات العملاء قبل الشروع في عمل التصاميم الهندسية.
3) الهندسة القيمية المنهجية مهمة جداً، ولكن يلزم أن تُطبق بعد عمل دراسة السوق، وفريق الهندسة القيمية يجب أن لا يتحمل فشل المشروع من الناحية التسويقية إذا لم يتم الالتزام بهذا الترتيب من قبل المستثمر.

وأشار التقرير إلى أن الخبراء ذكروا أمورا أخرى يجب أخذها بعين الاعتبار عند التفكير بامتلاك عقار بالنسبة للأفراد وهي:

1) يجب دراسة وضع سوق العقار بشكل عام وتأثيره على أسعار العقارات في المدينة والمنطقة التي ترغب بالشراء فيها بشكل خاص.
2) تحديد الهدف الرئيسي لامتلاك العقار (السكن أو الاستثمار).

3) دراسة وضع الإقراض العقاري واتجاهات أسعار الفائدة والشروط والمزايا المعروضة من قبل البنوك وشركات التمويل وعادة ما يوفر المطور العقاري بنوكا يتحالف معها لتوفير عروض للمشترين بهدف الحصول على قرض لامتلاك الوحدة السكنية.

وهنا على الراغب بشراء المنزل المفاضلة بين كافة الخيارات المتاحة ابتداءً من فكرة الامتلاك ذاتها مقارنة بالاستئجار ودراسة مزايا الموقع المختلفة ومساحة العقار المناسبة.

علماً بأن المستويات الحالية لأسعار الفوائد هي في أدنى حدودها كما أن إمكانية الاقتراض لفترات طويلة نسبياً (25 سنة) أصبحت ممكنة، مما يجعل القسط الشهري لامتلاك منزل مقارب لمستويات الإيجار الحالية.

وأشار التقرير إلى أن هناك إجراءات ضرورية ينصح بها الخبراء قبل شراء العقار لتجاوز المخاطر وهي:

1) الإطلاع على مخطط وسند تسجيل العقار المراد شراؤه.
2) الاستعانة بخدمات مساح مرخص للتأكد من مطابقة المخطط لموقع العقار الفعلي على الأرض.
3) طلب مخطط موقع تنظيمي حديث للتأكد من عدم وجود اقتطاعات من مساحة العقار.
4) التأكد من عدم وجود إشارات استملاك/ حجوزات على العقار قبل دفع العربون أو ثمن العقار.
5) الاستعانة بخدمات مخمنين مرخصين للتأكد من أسعار العقار ودرجة التشطيبات.

ولأجل شراء شقة يجب إتباع الآتي :

1) التأكد من عمر البناء والأفضل أن لا يزيد عن عشر سنوات.
2) التأكد من حصول البناء على الموافقات الأصولية.
3) في حالة الشراء من شركة في القطاع الخاص فيجب التأكد من أنها مسجلة لدى الجهات الرسمية.
4) التأكد من موقع الشقة في المبنى واتجاهات الشوارع الرئيسية والطابق الذي تقع فيه الشقة.
5) الاستعانة بخبير بناء (مهندس) لمعاينة الشقة والتأكد من مستوى ودقة التشطيبات، وحصر العيوب والحرص على قيام البائع باستكمالها قبل التسليم.
6) معاينة مرافق الخدمات الخاصة بالشقة والتأكد من وجودها ووضوح حق الشقة بالمنفعة منها، والتأكد من نوعية المصعد الخاص بالعمارة وترتيبات الصيانة والأجور الواجب دفعها.

أما فيما يتعلق بالراغبين في الاستثمار من خلال شراء أرض خالية من البناء فعليه إتباع ما يلي:

1) الحصول على مخطط أراض حديث.
2) الحصول على براءة ذمة للعقار عن السنة المالية الأخيرة قبل الشراء.
3) اختيار مساح ذي خبرة أو أحد مساحي دائرة الأراضي والأملاك لتحديد مكان العقار ميدانياً وبيان زواياه، وتثبيته على مخطط الأراضي والمخطط التنظيمي.

وفيما يتعلق بشراء فيلا فيجب إتباع ما يلي:

1) التأكد من كافة النقاط الواردة في البنود الخاصة بشراء الفيلا وكذلك المتعلقة بشراء أرض خالية من البناء .
2) التأكد من عدم وجود أية مخالفات على البناء خاصة فيما يتعلق بالارتدادات وعدم مخالفتها للتنظيم.

تفادي مخاطر الاستثمار العقاري

إن امتلاك أي عقار هو قرار أساسي وعادة ما يكون طويل الأمد، وعليه لخص التقرير نقلا عن خبراء مخاطر الاستثمار العقاري وكيفية تفاديها بما يلي:

- ربما تكون قطعة الأرض محل الاتفاق في موقع آخر غير الموقع المتفق عليه، ولتفادي ذلك يجب التأكد من مخططات الموقع من الدوائر المعنية والاستعانة بمساح للدلالة على القطعة وتثبيتها على المخطط.
- ربما يكون هناك اقتطاعات على الأرض لا علم للمشتري بها، ولتفادي ذلك يجب التأكد من أن مخطط الموقع التنظيمي مصادق عليه بشكل نهائي.
- ربما يكون السعر مبالغاً فيه ومرتفعاً بدرجة كبيرة، لذلك يجب الاستئناس برأي المخمنين العقاريين المعتمدين والاستفسار عن الأسعار من واقع العقود المسجلة لدى دائرة الأراضي أو الدوائر المعنية.
- ربما يظهر لاحقا عدم صحة وقانونية العقد الصادر عن المالك (في حال أن الشراء قد تم من خلال شخص مفوض عن المالك بوكالة رسمية)، ولتفادي ذلك يجب أن تتم عملية البيع أو الشراء لدى الدائرة الرسمية المختصة (دائرة أراضي دبي إذا ما كانت في دبي).

- ربما يكون البناء غير مطابق للمواصفات المصرح بها من قبل البائع، ولتفادي ذلك لا بد من الاستعانة بمهندسين مختصين ومعتمدين.
- يجب التأكد من عدم وجود إشارات حجز أو رهونات على العقار المنوي شراؤه قبل دفع العربون وإجراء عملية الشراء. ويذهب التقرير إلى تحديد أمور مهمة تتعلق بتحديد الميزانية المطلوبة للشراء (الاستثمار)

ويرى الخبراء وأصحاب التجربة بأنه يجب :

- أن لا يزيد القسط الشهري للقرض المراد الحصول عليه على 40% من إجمالي دخل الأسرة. وهذا يتناسب مع ما تشير إليه التقارير والإحصاءات العالمية من أن معدل إنفاق الأسرة على السكن يتراوح بين (30-40)% من الدخل.
- مدة القرض الممنوح وهناك بعض الشركات والبنوك التي توفر قروض شراء العقار بطريقتين الأولى «إسلامية من خلال المرابحة مثلا» والأخرى تتم عبر الطرق التقليدية في التمويل ويجب البحث عن أطول فترة سداد حيث تضع بعض المؤسسات المالية سقفا لمدة خمس سنوات أو عشر وهناك (20) سنة، وهذه مرتبطة بحجم راتب المقترض وعمره وتحويل الراتب وهناك مؤسسات لا تطلب تحويلا للراتب .
- لا ينبغي التفكير بموازنة مناسبة تغطي تكاليف تركيب المطبخ، حيث أن الشقق الجديدة عادة تباع وهي مزودة بالمطبخ وبعض الخزانات الخاصة بالثياب.
- مراعاة المصاريف الأخرى الإضافية والمتعلقة بإضافات أخرى يرغب المشتري في إدخالها على البناء وقد لا تكون متوفرة عند الشراء.

ثانياً: الأوراق المالية

تمكن هذا الأوراق من ترتيب حاملها في أدوات ملكية مثل الأسهم بأنواعها، ومنها أدوات الدين كالسندات وشهادات الإيداع.

مزايا الاستثمار في الأوراق المالية

1) إن التكاليف الفعلية للمتاجرة بالأوراق المالية تكون منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى.
2) توفر درجة عالية من الكفاءة والتنظيم في الأوراق المالية.
3) توفر عنصر التجانس فيها، حيث السهم للشركة المعنية أو سنداتها تكون متجانسة في قيمتها وشروطها.
4) لا يتطلب أن يتوفر في الأوراق المالية خبرة متخصصة بالنسبة للمستثمر.

عيوب الاستثمار في الأوراق المالية

1) حدوث مخاطر في الأوراق المالية وخاصاً للمستثمر مثل التقلبات الحادثة في القيمة الشرائية لوحدة النقد.
2) عدم توفر الآمان في الاستثمار في الأوراق المالية عن تلك المتوفرة في الأدوات الأخرى الاستثمارية.

مخاطر الأوراق المالية

أنواع المخاطر التي قد تتعرض لها الأوراق المالية :-

1) مخاطر سعر الفائدة:

هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية.

2) مخاطر السوق:

هي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي أو الحروب.

3) مخاطر التضخم:

ففي حالة التضخم، يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون (مثل في حالة السندات الحكومية).

4) مخاطر الأعمال:

هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة. على سبيل المثال يمكن أن تواجه شركة محلية لصنع السيارات منافسة قوية من منتجين أجانب.

5) المخاطر المالية:

هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال الشركة.

6) مخاطر السيولة:

هي مدى صعوبة بيع وشراء هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي.

7) مخاطر سعر الصرف:

هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولاسيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية.

8) المخاطر السياسية:

تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي.

ويمكن أيضاً وضع تلك المخاطر ضمن إطارين:

1) مخاطر اختيار اسهم

- **أولا:** لا بد من البحث عن الشركات التي تشهد تسارعا في تنامي أرباحها بنسبة اكثر 30 % كل ثلاثة أشهر. شرائك لسهم شركة لا تشهد تنامي في الأرباح يعد الخطر الأول و الأهم.

- **ثانيا:** يجب أن تبحث عن الشركات المتوقع لها زيادة في الأرباح آنية و في مدى عامين أو ثلاثة و يفضل أن يكون المعدل السنوي لتنامي الأرباح ما بين 20-50% في الأقل.

و يفضل أن تكون كمية هذه الأرباح بعشرات أو مئات الملاين أو أكثر، الاستثمار في الشركات ذات الأرباح الهزيلة خطر يهدد أموالك.

- **ثالثا:** أبحث عن الشركات التي تقدم منتجات أو خدمات جديدة للسوق، عادة ما يصطحب مثل ذلك زيادة مطردة في الأرباح. الاستثمار في الشركات التي لا تستطيع أن تطور منتجاتها أو أن تدخل السوق بمنتجات جديدة أمر خطير لا بد من الابتعاد عنه، أحيانا يكون التجديد في الإدارة و في الطاقم الإداري و قد يكون ذلك سببا في تحويل الخسائر إلى أرباح، القدرة على التطوير الإداري و سمعة القائمين على الشركة قد يكون من الأخطار أو المزايا التي يصعب تقديرها.
- **رابعا:** يجب مراعاة العرض و الطلب في الأسهم كما في أي شيء آخر، معظم الأرباح تتحقق في الأسهم تكون عندما يكون كمية المطروح منها كبيره.
- **خامسا:** الاستثمار في الشركات الرائدة أمر مطلوب أما الاستثمار في الشركات التي لا ترتفع أسهمها كثيرا مع تحسن السوق فهذه خطر لا بد من الانتباه إليه.
- **سادسا:** من مخاطر الاستثمار أن تكون وحدك المتفائل في مستقبل سهم ما، لا بد لزيادة التداول على السهم كي يرتفع، لذا لا بد من تجنب الأسهم التي تفشل في إقناع عموم المستثمرين و خصوصا الكبار منهم، المستثمرون الكبار هم الذين يحركون أسعار الأسهم للمستويات الأعلى بسبب ما يمثلوه من قدرات مالية تتسبب في زيادة في حجم الطلب على السهم و ارتفاع سعره.

2) **مخاطر أخطاء المضاربين**، هنالك مخاطر يواجه المضاربين تتمثل فما يلي:-

- عدم وضوح الهدف تشتري من اجل مضاربة يومية وتتحول إلي الاحتفاظ بالسهم إلى فترة أسابيع .
- الطمع (الخطأ الأكبر بلا جدال والعدو الأول).
- الخوف والهلع (ثاني اكبر خطأ بلا جدال).
- عدم تحديد وقت زمني محدد لعملية المضاربة (هذه فيها صعوبة شديدة جدا وهي أصعب شيء تحديدا على المضارب من وجهة نظري الخاصة فرضا لأننا نعرف أن الصناعات سوف ترتفع لكن كم سوف تستغرق من الوقت لكي ترتفع هذا السؤال الصعب وهنا يحتاج المضارب، أما أن يكون عنده مصادر أخبار خاصة أو محلل فني محنك ويعرف قراءة العروض والطلبات أيضا علي السهم ويقدر علي استقراء الاتجاه والوقت ومعرفة حالة ونفسية أهل السوق وأهل السهم).
- المضاربة عندما تكون في حالة جسدية سيئة (مريض أو مجهد أو مصاب بالنعاس وهذه المشكلة كانت تسبب لكثير من المضاربين العديد من الأخطاء).
- عدم الالتزام بتطبيق خطة عملية المضاربة (الالتزام بنقاط وقف الخسارة تحديدا وجني الربح بالدرجة الثانية وهنا الأمور النفسية تتدخل بشكل كبير).
- حب السهم، عندما تضارب في سهم شركة تحبها (كأن تكون ربحت منها كثيرا أو لأي سبب آخر) يكون قرارك مُشاب بنوع من العاطفة مما يؤدي إلى اتخاذ قرار خاطئ .
- إدمان المضاربة (لست مطالب بان تشتري يوميا) لا تبحث الا عن فرصة تراها مناسبة لك ولشروطك.

- عدم وجود إستراتيجية أصلية.
- التردد والخوف (لابد من أن تملك قلب حديدي).
- التفكير في الخسارة من الناحية المالية (لا تفكر أنها مال لكن فكر أنها لعبة شطرنج) أعرف أن هذا الرأي غريب جدا لكن يجعل الإنسان بارد وغير عصبي نوعا ما ببساطة لا تفكر أني سوف اخسر كذا وكذا وكنت اقدر أن افعل كذا وكذا بهذا المال.
- لا تكثر من المشاورة ولا تستشير إلا من تثق برأيه جدا.
- صالة الأسهم، اكبر مسبب لتغيير الرأي .
- أخذ التوصيات الجاهزة من قليلي الكفاءة أو عديمي الأمانة (وأي توصية لا يقول فيها صاحبها الربح المستهدف ونقطة الاستسلام والخروج بخسارة ابتعد عنها لأنها من البديهات والأعراف عند المضاربين).

ثالثاً: المشروعات

توجد مشروعات كثيرة من المشروعات الاقتصادية الصناعية والتجارية والزراعية والتجارية والسلعية.

خصائص المشروعات الاستثمارية

1) توفر آمان كبير في المشروعات الاقتصادية للمستثمر.
2) توفر في المشروعات الاستثمارية ميزة المواءمة، إذ يختار المستثمر ما يتناسب مع ميوله وتخصصه.
3) يحقق المستثمر عائداً معقولاً.
4) يتمتع المستثمر بحق إدارة أصوله، ويقوم بإدارتها بنفسه أو يفوض الغير بإدارتها.

5) تأدية المستثمر دوراً اجتماعياً كبيراً في الاستثمار المختلف.

عيوب ومخاطر المشروعات الاستثمارية

انخفاض درجة السيولة لرأس المال المستثمر، حيث الأصول الثابتة في هذه المشروعات يشكل الجانب الرئيسي المهم من رأس المال المستثمر.

المخاطرة هي إمكانية حدوث شيء خطير نتيجة عدم توقع مخرجات العملية التي نقوم بتنفيذها بسبب عدم التأكدية **UNCERTAINTY** المحيطة بالعملية قيد التنفيذ. ويرجع عدم التأكدية إلى تعدد المتغيرات المدخلة للعملية وحدة تغيرها خلال مراحل التنفيذ، وقد صنف الباحثين والعلماء عملية صناعة التشييد بأنها متعددة المتغيرات وذات طابع حاد التغير والتذبذب خلال مراحل تنفيذها.

ومن هنا تظهر أهمية دراسة المخاطر من خلال ما يسمي بإدارة المخاطر **MANAGEMENT RISK** ولنكون أكثر فعالية يجب أولاً ان نقوم بتعريف إدارة المخاطر ومراحلها وهي كالتالي:

- تحديد المخاطر: تحديد أي المخاطر أكثر احتمالا للتأثير على المشروع، وتوثيق خواص هذه المخاطر.
- قياس المخاطر: تقييم المخاطر وتفاعلها مع المشروع ومخرجاته.
- تطوير الاستجابات: تحديد خطوات تعزيزيه لتجهيز الاستجابة لرد هذه المخاطر.
- التحكم في رد المخاطر: الاستجابة للتغيرات في المخاطر على مدى فترة المشروع .

رابعاً: السلع

أصبحت السلع ذو انتشار كبير في الاستثمار، حيث أن أسواقاً متخصصة مثل البورصات قد تكونت للبعض منها على غرار بورصات الأوراق المالية. مثل بورصة

نيويورك وبورصة الذهب في لندن، وبورصة البن في البرازيل. أما طريقة التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف بالعقود المستقبلية.

خصائص السلع

1) ارتفاع درجة المخاطرة بالسلع ونمو روح المضاربة لدى المستثمرين فيها.
2) الدرجة التي يتعرض لها المستثمر في السلع تكون عالية مقارنتاً مع أدوات الاستثمار الأخرى.
3) الانتفاع بالأفق الزمني للاستثمار في السلع قصير نسبياً بالمقارنة مع ما هو عليه في أدوات الاستثمار الأخرى.
4) توفر لدى المستثمر بالسلع عائداً كبيراً على استثماراته ومن ذلك الخبرة المتخصصة لدى المستثمر.

خامساً: المعادن النفسية

وهي معادن كالذهب والفضة والبلاتين .... الخ، وهنالك عدة تقلبات شهدتها أسعار المعادن النفسية في فترة القرن الحادي والعشرين قبل صعود الدولار وارتفاع سعر الذهب.

خصائص المعادن النفسية

1) تودع الذهب في البنوك بفوائد منخفضة نسبياً.
2) الشراء والبيع يكون مباشرتاً.
3) يحدث نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.

مخاطر الاستثمار على أسعار المعادن

العوامل التي تؤدي إلى انخفاض أسعار هذه المعادن :

- انخفاض معدلات التضخم وارتفاع أسعار الفائدة.

- الاستقرار السياسي عالميًا.
- زيادة عرض الذهب في الأسواق.
- وجود وفرات في خزينة الدولة.

كما يوجد نوعان من حسابات التعامل الذهب :

- حسابات ذهب سبائك مخصصة، أي تخصص باسم مودعها.
- حسابات ذهب سبائك غير مخصصة.

ولكن التعامل بالمعادن النفيسة كودائع استثمارية له شروط معينة ويستوجب من المتعاملين مراقبة الأسواق بصفة مستمرة ومتابعة التطورات الاقتصادية والسياسية عالميًا.

سادساً: العملة الأجنبية

يتميز سوق العملات الأجنبية بحاجته المفروضة للظروف الاقتصادية والسياسية مما يزيد من درجة المخاطرة الاستثمارية فيه، مثل مخاطر أسعار الفائدة والائتمان وتخفيض السعر للعملة، كذلك يتميز بأنه سوق يفتقد إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية.

العوامل التي تؤثر على أسعار العملات الأجنبية

1) عوامل فنية، وتشمل ظروف السوق النقدي والعرض والطلب من العملات الأجنبية والتغيرات في أسواق المال النقدي.
2) عوامل اقتصادية وسياسية، وتشمل ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة، وسوق الاستيراد والتصدير، والسياسيات الضريبية والأسعار للفائدة، والقروض الدولية، وحرية التحويل للخارج، والأحداث السياسية، والتضخم.

مخاطرة المضاربة على أسعار العملات

لابد أنك استنتجت من فهمك لأساس المتاجرة بنظام الهامش أنه الطريقة الأسرع لتحقيق أرباح كبيرة تفوق عدة مرات رأس المال المستثمر. فأن تتمكن من أن تتأجر بما قيمته 100.000 يورو مثلاً مقابل أن تدفع مبلغ 500$ كعربون مسترد ثم احتفاظك بالربح كاملاً وكأنك تمتلك هذا المبلغ فعلاً، هو أمر كفيل بأن يعود عليك بمردود يفوق عدة مرات المبلغ الذي ستستثمره في المتاجرة وبنسبة أرباح تفوق أي شكل آخر من أشكال الاستثمار وبما لا يقاس.

فكل ما عليك هو أن تشتري العملة التي تتوقع أن ترتفع وتبيعها عندما ترتفع فعلاً. أو أن تبيع العملة التي تتوقع أن تنخفض وتشتريها عندما تنخفض فعلاً.

ومقابل كل نقطة يرتفع فيها السعر عند شراءك عملة تحصل على 10$ لكل من العملة (في حالة الحساب العادي). مقابل كل نقطة ينخفض فيها السعر عند شراءك عملة تحصل على 10$ لكل لوت من العملة.

وأسعار العملات في حركة مستمرة على مدار الساعة ففي اليوم الواحد تتحرك أي عملة بمعدل ما بين 50-200 نقطة صعوداً أو هبوطاً. وهذا يعني أن هناك دائماً فرصة سانحة للحصول على أرباح هائلة يومياً.

أطلق لمخيلتك العنان وتصور كم ستتمكن يومياً من كسب نقاط، نقطة مثلاً هذا يعني 500$ ربح يومي على كل لوت تتاجر به وقس على ذلك. فالمتاجر بالعملات بالذات لا يخشى الكساد ولا يخشى انخفاض المبيعات ولا يهمه أن ترتفع الأسعار أم تنخفض.

فالإمكانية متوفرة دائماً للحصول على الربح سواء ببيع العملة أم بشرائها وسواء ارتفع سعرها أم انخفض. فالربح مضمون وهائل وسريع.

إن صدقت توقعاتك، وهنا مربط الفرس , وهنا الفصل الحاسم بين الربح والخسارة.
نعم إن توقعت أن عملة ما سترتفع فقمت بشرائها ستحصل على 10$ عن كل نقطة يرتفع فيها السعر.

- **ولكن ماذا إن لم يرتفع السعر ؟**

ستخسر 10$ عن كل نقطة ينخفض بها السع.

فإذا انخفض السعر 50 نقطة ستخسر 500 $وسيخصم هذا المبلغ من حسابك. وهذه حقيقة صحيحة في المتاجرة بالعملات أو المتاجرة بأي سلعة أو خدمة مهما كانت ، إذا انخفض سعر السلعة عن سعر شرائك لها ستعاني الخسارة.

فأي تاجر لا يقوم بشراء سلعة بغرض المتاجرة إلا بعد أن يتوقع أن سعرها سيرتفع, ولكن ليس معنى ذلك أنه يضمن أن توقعه صحيحاً.

والمسألة تعتمد على صحة توقع التاجر، فإن كان التاجر ذو خبرة ودراية في السوق فإن توقعاته ستكون صحيحة في أغلب الوقت وليس بالضرورة في كل الوقت. وهذا يكفي لكي يحقق التاجر ربحاً صافياً كل شهر. وهكذا هي التجارة والاستثمار ، هناك دائماً عنصر مخاطرة في مواجهة الخسارة. ومن لا يريد المخاطرة فعليه أن لا يتاجر أصلاً ، وعلى قدر إمكانية الربح تكون نسبة المخاطرة.

فالمستثمر الذي يودع أمواله في البنك مقابل فوائد سنوية لن يحصل على أكثر من4% عائداً على استثماره في السنة. أما الذي يستثمر أمواله في المضاربة على العملات فقد يحصل على ربح يتجاوز 100 %0 عائداً على استثماره وممكن أكثر من ذلك بكثير.

- ما الفارق ؟

الفارق هو نسبة المخاطرة

فمقابل أن تحصل على مردود مضمون 100% فلن تحصل على أكثر من 4% كعائد سنوي.
أما لكي تحصل على مردود قد يصل إلى 1000% وأكثر فليس أمامك إلا أن تواجه مخاطر الخسارة. وهي حقيقة تنطبق على كافة أشكال الاستثمار والتجارة في أي سلعة وفي أي مكان في العالم.

وكما تعلّمت فإن المتاجرة بالعملات تحقق مكاسب مادية هائلة وفي المقابل هناك مخاطرة عالية جداً في الاستثمار في المضاربة على أسعار العملات.

وهناك حقيقة يجب أن تعلمها جيداً:

- أن الاستثمار في المضاربة على أسعار العملات يعتبر واحداً من أخطر أشكال الاستثمار على الإطلاق .
- هناك احتمال أن تربح عشرات أضعاف المبلغ الذي ستعمل به .. نعم هذا ممكن.
- هناك احتمال أن تخسر كل المبلغ الذي ستعمل به .. نعم هذا ممكن أيضاً.
- **بماذا تتمثل المخاطرة في المضاربة على أسعار العملات ؟**

نستطيع أن نلخص الإجابة بجملة واحدة:

بالتذبذب الشديد High volatility ، فأسعار العملات تتغير بشكل مستمر وتتقلب الأسعار طوال الوقت وهي شديدة التأثر بالمتغيرات الاقتصادية والسياسية وبشكل غير متوقع أحياناً.

هذه الطبيعة في أسعار العملات يجعل من توقع اتجاه السعر مسألة ليست بالهينة على الإطلاق، وكما ذكرنا فإن معدل حركة أسعار العملات يومياً يتراوح ما بين 50-200 نقطة صعوداً أو هبوطاً، فإذا حولت هذه النقاط إلى مقابلها مادياً ستجد إن هذا يعني مبالغ هائلة يومياً يمكن أن تربحها أو تخسرها. وهذا يعتمد على صحة توقعاتك.

فهل يمكن توقع أسعار العملات ؟

كما علمت من الجزء السابق فالإجابة (نعم) فحركة أسعار العملات وإن كانت شديدة التذبذب والتقلب إلا أنها ليست حركة عشوائية بل لها أساس و"ميول trends يمكن التنبؤ بها مسبقاً وكثيراً ما تصدق هذه التوقعات مما يعني أرباح طائلة.

وتعلم الآن إنه يمكنك توقع أسعار العملات عن طريق التحليل بنوعيه الأساسيين:

1) التحليل الفني **Technical analysis** والتحليل الاقتصادي الإخباري **Fundamental analysis** .
2) كما تعلم فإننا نقصد بالتحليل القيام بمتابعة حركة السعر لفترة ماضية حتى نستنتج احتمال اتجاهها مستقبلاً.

فأنت لا تستطيع أن تتوقع ردود فعل شخص ما لا تعرفه، أما إن تعاملت معه وأصبحت تعلم ردود فعله السابقة على مواقف مختلفة يمكنك أن تتوقع ردة فعله المستقبلية على موقف معين، طبعاً هناك فارق بين سلوك إنسان وبين حركة السعر، ولكن حركة السعر هي في النهاية انعكاس للطلب والعرض الذي يقوم به الناس في مختلف أنحاء العالم.والعرض والطلب يتأثر بمتغيرات اقتصادية وسياسية معينة معروفة.

إذاً من حيث المبدأ يمكن بتحليل حركة السعر توقع forecast اتجاه السعر وبالتالي يمكن الاستناد إلى ذلك باتخاذ قرارات البيع والشراء ، ولكن على الرغم من ذلك فلا شيء مضمون .

فالمتغيرات التي تؤثر على حركة الأسعار كثيرة ومتناقضة أحياناً. وهذا يجعل من توقع اتجاه سعر عملة ما – أو سهم أو سلعة – مسألة احتمال.

فإن كان الاحتمال الأكبر أن سعر العملة سيرتفع ستقوم بشرائها والعكس صحيح. وعلى قدر ممارستك ومتابعتك لأسعار العملات وبقدر توسيع اطلاعك على

ذلك المجال بقدر ما ستزيد خبرتك وقدرتك على التوقع الصحيح ، وهذه مسألة تتطلب الكثير من الجهد والوقت والمتابعة والإصرار. وهي مسألة تستحق العناء لأن المردود المادي مرتفع، ومرتفع للغاية ، فكيف يمكن إذاً التخفيف من المخاطر في المضاربة على أسعار العملات ؟

هناك مرحلتين أساسيتين :

1) قبل الدخول في هذا المجال أصلاً .
2) بعد الدخول في هذا المجال .

ولكل مرحلة قواعد يؤدي الالتزام بها إلى تخفيف مستوى المخاطرة إلى الحد الأدنى, مما يعطي المتاجر الفرصة الأكبر للنجاح ، تسمى هذه القواعد بشكل عام
قواعد إدارة المخاطر **Risk managementrules** والتي سنناقشها بالتفصيل لما لها من أهمية بالغة.

<u>سابعاً: صندوق الاستثمار</u>

تكمن هدف صندوق الاستثمار في تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين عائداً مجزياً وضمن مستوياته معقولة من المخاطرة.

أنواع صناديق الاستثمار

أ) صندوق الدخل – وتهدف إلى الحصول على عائد مستمر للأدوات الاستثمارية في الصندوق.
ب) صندوق النمو – وتهدف لتحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق وبشكل منتظم.
ج) صندوق رأس المال – وتهدف نحو تحقيق أولويات المستثمر ولتحقيق عنصر الآمان على حساب عنصر العائد.

د) صناديق متخصصة – والتي تتخصص في المتاجرة بالأوراق المالية الصادرة عن شركات صناعية معينة مثل صناعة النفط.

وظائف صناديق الاستثمار

أ) مدير الصندوق – وهو لإدارة الشركة الاستثمارية المتخصصة ومدير الصندوق يتقاضى عمولة يحددها عادتاً النظام الداخلي للصندوق في صورة القيمة البيعية.

ب) قليل البيع – ويكمن دوره في الوسطة في توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، وقد يكون الوكيل بنكاً أو شركة استثمار.

ج) أمين الصندوق – وهي مؤسسة استثمارية مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة، ويتولى آمين الاستثمار (الصندوق) مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال مدير الصندوق.

د) الهيئة الاستشارية – وهي تضم مجموعة من المتخصصين في التحليل المالي والاستثمار، ويكون تعينهم من قبل مدير الصندوق بهدف تقديم النصح والإرشاد لهم في إدارة الصندوق.

أسس تقييم وحدات الاستثمار

إن التقييم يكون بشكل مستمر ودوري، ويتم تحديد قيمة وحدة الاستثمار على أساس نصيبها من السوق لصافي أصول الصندوق من تاريخ التقييم.

وتكون المعادلة لقيمة وحدة الاستثمار كما يلي:

$$\text{قيمة وحدة الاستثمار} = \frac{\text{القيمة السوقية لصافي الأصول}}{\text{عدد وحدات الإستثمار}}$$

مثال على ذلك:

في إحدى الشركات أسست صندوق الاستثمار في فترة 2007/1/1، كما أسدت إدارته إلى بنك الاستثمار مقابل عمولة سنوية قدرها (1%) من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق، وتدفع على قسطين في كل عام:

- قسط في (30) حزيران.
- قسط في (31) كانون الأول.

كما أصدرت الشركة للمساهمين (10) ملايين وحدة استثمارية في سوق شهادات استثمار القيمة الاسمية لكل منها (10 دينار).

ويوجد معلومات توفرت من دفاتر مدير الصندوق لبنك الاستثمار:

أ) **قيمة سوقية لصافي أصول الصندوق:**

- (2007/1/1) = 102 مليون
- (2007/6/30) = 108 مليون
- (2007/12/31)= 95 مليون

ب) عدد الوحدات الاستثمارية في:

- (2007/6/30) = 10 ملايين وحدة.
- (2007/12/31) = 9 ملايين وحدة علماً بأن مليون وحدة استثمارية كانت قد استردت في 2007/7/1.

ج) النفقات الفعلية لإدارة الصندوق خلال عام 2007 كانت:

- (2002 ألف نفقات بحوث)
- (300 ألف نفقات تشغيل)
- (280 ألف نفقات إدارية أخرى)

المطلوب:

أ) تحديد قيمة الوحدة الاستثمارية في 2007/6/30، 2007/12/31.

ب) تحديد صافي ربح أو خسارة الصندوق خلال عام 2007.

ج) تحديد قيمة الأتعاب السنوية التي يتقاضاها مدير الصندوق مقابل إدارته للصندوق. وتحديد صافي الربح أو الخسارة التي حققها من خلال هذه الإدارة.

الحـــــل:

(أ) قيمة الوحدة الاستثمارية

2007/6/30 = $\frac{108000000}{1000000}$ = 10.800 دينار/ للوحدة.

2007/12/31 = $\frac{95000000}{9000000}$ = 10.555 دينار/ للوحدة.

(ب) صافي ربح الصندوق

- من مرحلة (1/1-2007/6/30) =
- 108000000 – 102000000 = 600000 دينار صافي ربح الصندوق.
- من مرحلة (6/30-/2007/12/31) =
- 108000000 – (10000000 × 8 , 10) = 97200000
- صافي الربح (الخسارة) المحقق خلال تلك الفترة:
- 95000000 – 97200000 = 2200000 دينار (صافي الخسارة) وعلى ذلك تصبح جملة الأرباح المحققة خلال عام 2007:

6000000 – 2200000 = 3800000 دينار

(جـ) أتعاب المدير، وصافي الربح (الخسارة):

القسط الأول في 2007/6/10

$10900000 \times \frac{1}{100} \times \frac{6}{12} = 540000$ دينار

القسط الثاني في 2007/12/31

$95000000 \times \frac{1}{100} \times \frac{6}{12} = 475000$ دينار

صافي الربح (الخسارة) التي حققها للمدير

جملة الأتعاب – جملة النفقات

(280000 + 3000000 + 220000) – (475000 + 540000)

∴ صافي الربح = 1015000 - 80000 = 315000 دينار

الفصل الرابع

المحفظة الاستثمارية وكيفية قياس مخاطرها

المحفظة الاستثمارية وكيفية
قياس مخاطرها

مفهوم المحفظة الاستثمارية

هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.

وتخضع المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، كذلك الحال بالنسبة لشهادات الإيداع والودائع الاستثمارية في الأسهم والسندات فإنها تعتبر جزءا من المحفظة الاستثمارية.

وهكذا فإن تكوين المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات يعتمد على فلسفة الفرد نفسه ومدى استعداده لتقبل المخاطرة، وكذلك احتياجاته الخاصة فيما إذا كان يهدف بالدرجة الأولى إلى الحصول على تدفق نقدي ثابت وبشكل دوري شهري أو ربع سنوي أو سنوي أو أنه يهدف إلى تعظيم الأرباح

ولكي يقوم المستثمر ببناء المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تتلاءم مع فلسفته واحتياجاته، فإنه لا بد أن يحدد أولا أهدافه الاستثمارية في الأسهم والسندات؛ فهدف تحقيق عوائد أكبر مع درجة أدنى من المخاطرة هو هدف ينطوي على عنصرين متعارضين: العائد والمخاطرة. ففي النظرية الاستثمارية في الأسهم والسندات كلما ازدادت فرص الكسب ارتفعت درجة المخاطرة. ومن هنا لا بد من تحقيق توازن بين الاثنين.

أنواع المحافظ

وتنقسم المحافظ الاستثمارية إلى عدة أنواع، وأبرزها:

أ) محافظ العائد:

يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية. وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

ب) محافظ الربح:

وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار السهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة، أو صناديق الدخل والنمو معا وهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم.

إن شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عالٍ ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة وواضحة؛ حيث إن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي تحققها السوق بشكل عام، ولذلك فإن اختيار هذه الأسهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

ج) محافظ الربح والعائد:

هي المحفظة التي تجمع أسهماً مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح. وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ.

وأيا ما يكون نوع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف أبرزها: المحافظة على رأس المال الأصلي؛ لأنه أساسي لاستمرار المستثمر بالسوق، واستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تشكل لتلبية هذه الحاجات.

والنمو في رأس المال والتنويع في الاستثمار، وذلك للتقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والقابلية للسيولة والتسويق، وهذا يعني أن تكون الأصول المالية (الأسهم والسندات) من النوع الذي يمكن بيعه في السوق في أي وقت.

محددات وضوابط بناء محفظة

إذا أردت الاستثمار في الأوراق المالية فمن الأنسب التركيز على النمو طويل الأمد، إلا أنه قبل ذلك عليك أن تسأل نفسك لماذا أنا أحتاج إلى تنمية نقودي؟ ومتى أريد أن أستخدمها؟ لذا فعليك أن تدرس المحددات الثلاثة الآتية:

المحدد الأول: أهمية نمو رأس مالك:

إن النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه نقودك خلال زمن الاستثمار في الأوراق المالية، فإذا كنت بحاجة إلى الوصول إلى نقودك بعد فترة قصيرة فإنك قد تبحث عن فرصة توفر لك معدل نمو ثابتا وآمنا. أما إذا كنت تريد استثمار نقودك لأجل طويل فبإمكانك أن تكون مرتاحا بوضع نقودك في الأوراق المالية التي يمكن أن تقدم لك معدل نمو عاليا خلال مدة من الوقت، أو في أحد صناديق الاستثمار.

على سبيل المثال إذا كان اختيارك للاستثمار في الأسهم والسندات فالعائد على تلك الأوراق المالية قد يتقلب خلال مدة الاستثمار في الأوراق المالية. والذي يهمك فعلا هو كيفية أداء الاستثمار في الأوراق المالية مع مرور الوقت.

إن الاستثمار في الأوراق المالية الطويلة الأجل يتأثر بعوامل، مثل معدل التضخم؛ فأنت قد تخسر خلال الأجل القصير، ولكن الأوراق المالية الطويلة الأجل تظل قادرة على النمو خلال أجلها الطويل. ما يهم هنا ليس تباطؤ معدلات النمو خلال فترة معينة من الوقت وإنما إذا كنت تحقق معدل نمو مرتفعا مع مرور الوقت.

المحدد الثاني: العائد أو نمو الأرباح:

وهي الفائدة أو ربح الأسهم الذي يدفع لك عن استثمارك، ويمكن أن يختلف في أهميته اعتمادا على احتياجاتك. إن السندات يمكن أن تعطي فائدة بنسبة مئوية أعلى من الأسهم والتي تعطي عائدا، وإذا كنت توفر للأجل الطويل فإنك قد تبحث أيضا عن استثمارات تنتج عائدا ملائما بحيث يمكنك ذلك من الرضا على قيمة استثماراتك.

المحدد الثالث: المخاطرة:

وهي احتمال خسارة بعض أو كل استثمارك. فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر. فالمستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الإجراءات للسيطرة على عوائدهم، مثل سندات التوفير ذات المعدل المضمون من العوائد.

وقد يختار المستثمرون المحافظون أن يتركوا بعض الفرص ذات النمو العالي، وذلك للمحافظة على نقودهم في استثمارات بمعدل عوائد مضمونة بدرجة أكبر.

وهناك قوى كثيرة تؤثر على مستوى الخطورة، فمثلا إذا اشتريت سندات فسوف تلاحظ أن استثمارك يرتفع وينخفض مع أسعار الفائدة المتغيرة. فعندما تنخفض أسعار الفائدة يرتفع سعر السهم وبالعكس.

وكذلك فإن النقود المستثمرة في الأسهم سوف تتحمل بعض المخاطر، فمثلا الاقتصاد الجيد أو الأرباح الجيدة لشركة ما تمتلك فيها أسهما قد يعني أن قيمة أسهمك ترتفع، أما إذا ضعف الاقتصاد أو إذا تعرضت الشركة التي تمتلك أسهما فيها لدعاية سلبية فإن سعر السهم قد ينخفض.

إن تحمل بعض المخاطر يعني ثباتك وخروجك سالما من الفتور والانكماش في قيمة أسهمك، على أساس أن السعر سوف يعود للارتفاع، وأن قيمة أسهمك سوف تحتفظ بمعدل نمو عالٍ بمرور الوقت.

ومثل المكونات الأخرى لخطة الاستثمار في الأوراق المالية فإن أهمية المخاطرة في استثماراتك يمكن أن تكون مختلفة، ويعتمد ذلك على ما يلي: موقعك في إطار مدة استثمارك؛ حيث إن المستثمرين لأجل قصير يبحثون عن استثمارات مستقرة ومتينة وأقل خطورة. وقد يقبل المستثمرون لأجل طويل أن يتحملوا قدرا محددا من عدم الثبات لغرض تحقيق هدفهم النهائي بالحصول على عائد عال.

وبسبب جميع هذه العوامل فإن النمو والعائد والمخاطرة سوف تتغير خلال فترة حياتك؛ ولذلك وجود خطة مالية مبنية على أساس صحيح هو المفتاح لقدرتك على الاعتماد على النفس وتأمين حياتك المالية، حيث يمكنك تقييم الوضع المالي الراهن الذي تعيش به وبناء خططك واختياراتك المستقبلية اعتمادا عليه بحيث تكون استثماراتك طويلة الأمد وواقعية للوصول إلى أقصى عائد ممكن.

قياس مخاطرة المحفظة الاستثمارية

قد تكون درجة مخاطرة المحفظة أقل من درجة مخاطرة الأوراق المالية التي تكوّن هذه المحفظة وذلك بسبب التنويع، والتنويع هو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل

تخفيض درجة المخاطرة. والتنويع يخفض من درجة المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وهذا ما يسمى بأثر المحفظة.

إن درجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنويع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تكون هذه المحفظة. ويقيس معامل الارتباط، الارتباط في درجة واتجاه التغير بين متغيرين

- مثال 1: يتراوح ρ بين 1.0- و 1.0. +

وتقاس مخاطرة المحفظة بالانحراف المعياري للمحفظة:

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\rho_{1,2}\sigma_1\sigma_2}$$

حيـــــث:

σ_p :الانحراف المعياري للعائد على المحفظة

w_1 :النسبة المستثمرة في الورقة 1

w_2 :النسبة المستثمرة في الورقة 2

σ_1 :الانحراف المعياري للعائد على الورقة 1

σ_2 :الانحراف المعياري للعائد على الورقة 2

$\rho_{1,2}$:معامل الارتباط بين الورقة 1 والورقة 2

- مثال 2: باستخدام معطيات المثال 1 ، ماهو الانحراف المعياري للعائد على المحفظة عندما:

أ. $\rho_{1,2} = +1.0$

ب. $\rho_{1,2} = +0.4$

أ .

$$\sigma_p = \sqrt{(0.5)^2(0.06)^2 + (0.5)^2(0.06)^2 + (2)(0.5)(0.5)(1.0)(0.06)(0.06)}$$
$$= \sqrt{0.0009 + 0.0009 + 0.0018} = \sqrt{0.0036} = 0.06$$

ب .

$$\sigma_p = \sqrt{(0.5)^2(0.06)^2 + (0.5)^2(0.06)^2 + (2)(0.5)(0.5)(0.4)(0.06)(0.06)}$$
$$= \sqrt{0.0009 + 0.0009 + 0.00072} = \sqrt{0.00252} = 0.05$$

عند قياس أداء المحفظة، يجب على المستثمرين أن يأخذوا في عين الاعتبار كل من العائد الذي حققوه والمخاطرة التي تحملوها. وبالتالي، مهما كانت المقاييس المستعملة، يجب أن تتضمن هذه المعامل بالنسبة للعائد، يجب التركيز على العائد الكلي للمستثمر والذي يتضمن كل من مكون الدخل ومكون الأرباح الرأسمالية.

مؤشر شارب:

هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة الكلية، وكلما كانت النسبة مرتفعة، كلما كان أداء المحفظة أفضل .

$$Sharpe\ Measure = \frac{\overline{TR_p} - \overline{RF}}{SD_p}$$

حيث:

$Sharpe\ Measure$:متوسط العائد الكلي على استثمارات المحفظة

$\overline{TR_p}$:متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة

RF :الانحراف المعياري للعائد على المحفظة

SD_p :علاوة المخاطرة على المحفظة

$TR_p - RF$: الفترة المتبقية حتى أستحقاق السند

- **مثال 3 : المعطيات:**

العوائـد السنويـــة

السنـــة	المحفظة1	المحفظة2	السوق (Market)	معدل العائد الخالي من المخاطرة
1995	26.3	25.4	24.2	4.7
1996	14.2	21.7	14.1	4.3
1997	17.5	9.2	6.5	4.5
1998	18.7	8.4	9.3	5.8
1999	23.6	18.5	11.5	6.2
2000	27.5	14.2	17.4	6.5
2001	7.9	5.4	3.7	7.8
المتوسط	19.3	14.6	12.3	5.6
الانحراف المعياري	6.4	6.9	6.4	----
معامل بيتا	1.3	0.9	1.00	----

ماهو مؤشر شارب لكل من المحفظتين 1 و 2 ومحفظة السوق؟

$$Sharpe\ Measure_1 = \frac{19.3-5.6}{6.4} = 2.14$$

$$Sharpe\ Measure_2 = \frac{14.6-5.6}{6.9} = 1.30$$

$$Sharpe\ Measure_{Market} = \frac{12.3-5.6}{6.4} = 1.04$$

مؤشر ترينور

هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة المنتظمة. وكلما كانت النسبة مرتفعة، كلما كان أداء المحفظة أفضل.

$$Treynor\ Measure = \frac{\overline{TRp} - \overline{RF}}{b_p}$$

حيث:

$Treynor\ Measure$:مؤشر ترينور

b_P :معامل بيتا للمحفظة، أي المخاطرة المنتظمة للمحفظة

ويقاس b_P كما يلي:

$$b_p = \sum_{i=1}^{n} w_i b_i$$

حيث :

w_i :نسبة الورقة المالية i في المحفظة

b_i :معامل بيتا للورقة المالية i

n :عدد الأوراق المالية في المحفظة

- مثال 4: باستخدام معطيات المثال 3 ، ما هو مؤشر ترينور لكل من المحفظتين 1 و 2 ومحفظة السوق؟

$$Treynor\ Measure_1 = \frac{19.3 - 5.6}{1.3} = 10.53$$

$$Treynor\ Measure_2 = \frac{14.6 - 5.6}{0.9} = 10.00$$

$$Treynor\ Measure_{Market} = \frac{12.3 - 5.6}{1.0} = 6.70$$

الفصل الخامس

الاستثمار بالأسهم والسندات

الاستثمار بالأسهم والسندات

تعريف السهم

فالسهم هو حصة في شركة مساهمة ، ورأس المال في هذه الشركة مكون من عدد من الأسهم ، ولا مانع من امتلاك الأسهم ، مادام تعامل الشركة مباحا في أصله .

تعريف السند

السند: هو صك مالي قابل للتداول، يمنح للمكتتب لقاء المبالغ التي أقترضه، ويخوله استعادة مبلغ القرض، علاوة على الفوائد المستحقة، وذلك بحلول أجله.

أو هو :تعهد مكتوب بمبلغ من الدين (القرض) لحامله في تاريخ معين نظير فائدة مقدرة. و السند فهو تعهد مكتوب نظير دين، يسدد في تاريخ معين ، مع فائدة على أصل السند، وهو بهذا محرم شرعا ، لحرمة الربا.

الفرق بين السهم والسند وكيفية حكمهم

1) السهم يمثل جزءً من رأس مال الشركة، وأما السند فيمثل جزءً من قرض على الشركة أو الحكومة .
2) السهم تتغير قيمته .
3) حامل السند يعتبر مقرضاً، أما حامل السهم فيعتبر مالكاً لجزء من الشركة ، ولذلك فإن السهم يعطي حامله حق التدخل في الشركة .
4) للسند وقت محدد لسداده، أما السهم فلا يسدد إلاّ بعد تصفية الشركة .
5) السند عند الإفلاس يوزع بالحصص ، أما السهم فيأخذ مالكه نصيبه بعد سداد الديون .

أما عن حكم الأسهم والسندات :

فالأسهم هي أجزاء تمثل رأس مال لشركة قد تكون صناعية أو زراعية ، فهي جائزة شرعاً إذا كان النشاط مباحاً .وكون الأسهم تحتوي على نقود فهذا لا يمنع من حلها ولا يكون بيع نقدٍ بنقدٍ لأن النقد تابع لغيره والقاعدة تقول: يثبت تبعاً ما لا يثبت استقلالاً .

وأما السندات فمحرمة لأنها مبنية على الربا انتهى.

أنواع الأسهم في البورصة

1) الأسهم العادية: هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا.
2) الأسهم المجانية: وهي التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة، والمتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة؛ وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.
3) الأسهم الممتازة: وهي التي تمنح لمالكها حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، وبعد حملة السندات.

4) أسهم الخزينة: هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدّرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق بورصة الأوراق المالية، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.
5) الأسهم المقيدة: والقيد عبارة عن تسجيل وتصنيف السهم في البورصات سواء المحلية أو العالمية، وذلك من خلال إجراءات خاصة بعملية القيد، وذلك حتى يتسنى للبورصة إعطاء ذوي الحقوق حقوقهم من عملية القيد هذه.
6) الأسهم غير المقيدة: هي التي تكون غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو بالبورصات العالمية.
7) كوبون السهم: وهو الذي يمثل العائد على السهم، وهذا يعد بمثابة الربح الذي جناه السهم من استثماره في الشركة.

أنواع السندات

أربعة أنواع السندات وتباع من خلال الشركات والدولة ، والحكومات المحلية ، والحكومات الأجنبية:

1) خزانة الأوراق المالية وتشمل الخزانة الحواشي (تي الحواشي) ، وسندات خزانة (أذون الخزانة) ، وسندات الخزانة (سندات الخزانة). في الولايات المتحدة تدعم الحكومة كل هذه. فقط وتفرض ضريبة على كل مصلحة أن السندات التي
يحصل عليها.
2) سندات الشركات تشمل شركات بيع ديونها إلى الجمهور من خلال أسواق الأوراق المالية. سعر الفائدة وعرض هذه السندات عادة عالية، فهي تعتبر مخاطرة كبيرة جدا، لو أن الشركة لا يمكن أن يسترد ، وسندات تصبح سلبية.

3) الدولة والحكومات المحلية أيضا بيع السندات ، التي ترافقت مع ارتفاع أسعار الفائدة، تعفى من الضرائب البلدية سندات مشتركة بين الدولة والحكومة
المحلية سند.

وترد الشركات الائتمانية من جانب بعض الوكالات المعتمدة ، التي تحدد مصداقية الشركات من حيث سداد المبالغ الرئيسية للسندات. التقييم الائتماني وترد على مقياس من الرابطة الأمريكية إلى مد مع الشركات التي لديها أعلى التصنيفات الائتمانية تعتبر أكثر أمانا للاستثمار فيها.

4) سندات تباع في السوق المفتوحة. قيمة السندات سوف تتفاوت تبعا لأسعار الفائدة في الاقتصاد العام للبلد.

كل من السندات ويجري التداول غير الرسمية في مواجهة بين شركات الأمن في السوق المفتوحة السيناريو. البورصة كما تستخدم للتجارة ، التي تمكن سماسرة الأوراق المالية لبيع السندات التي تملكها قبل.

مخزونات أيضا المتداولة في سوق مفتوحة ولكن سيناريو البيع يتم من خلال سماسرة الأوراق المالية والوكالات التي تسأل لجنة أو معاملة لخدمتهم رسوم.

وهناك أنواع من السماسرة :

الكامل لخدمة الخصم والسماسرة والوسطاء. وفي حين أن العرض الكامل لخدمة سماسرة إدارة حافظة الأوراق المالية، واستراتيجيات الاستثمار والمالية العامة للاستثمار المشورة والنصائح ، والسماسرة التعامل مع الخصم الخاص بك على أسئلة محددة بشأن الاستثمار. وهي ليست مجهزة لتقديم خدمة العملاء ان الخدمة الكاملة عرض السماسرة.

على أساس الفرد والاحتياجات والقدرات المالية ، يمكن للمرء أن يختار بين الخدمة الكاملة وسيط وسمسار لخصم المخزونات التجارية.

الاستثمار في الأسهم:

الاستثمار في أسهم الشركات يعتبر أسهل طريقة للاستثمار، ذلك أن المستثمر لا يحتاج أن يكون ملما بعمل الشركة و لا بإدارتها بل لا يجب عليه عمل أي شيء. و كذلك تعتبر أرباحه أكبر من بعض الاستثمارات الأخرى (رغم وجود مخاطر).

يتمتع حامل السهم بالآتي:

- الحصول على نصيب من الأرباح عند توزيعها.
- حق نقل ملكية السهم.
- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة الطرح.
- حق حضور الجمعية العمومية للشركة.
- حق التصويت على القضايا المطروحة في اجتماعات الجمعية العمومية.
- حق الترشح لعضوية مجلس إدارة الشركة.
- الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند تصفيتها.

بعض المصطلحات المهمة في الأسهم:

- سعر الافتتاح: سعر أول صفقة تم تنفيذها في نفس اليوم.
- أعلى سعر : أعلى سعر تم التنفيذ به.
- أدنى سعر : أقل سعر تم التنفيذ به.
- آخر سعر: سعر تنفيذ آخر صفقة.
- الكمية المتداولة:إجمالي عدد الأسهم المتداولة.
- أفضل سعر طلب: أعلى سعر مطلوب به السهم.
- أفضل سعر عرض:أقل سعر معروض به السهم.

- أسهم العوائد :تشمل أسهم الشركات التي تركز على صرف أرباح بانتظام أو توزيع أسهم إضافية، و من خصائص هذه الأسهم قلة تذبذب سعر السوق.
- أسهم النمو : تشمل أسهم الشركات التي لا تميل إلى توزيع أرباح برغم نمو الدخل السنوي و من خصائص هذه الأسهم أن السعر أكثر تذبذب من سعر أسهم العوائد و يلاحظ عليه سرعة الزيادة.
- أسهم المضاربة : تشمل أسهم الشركات التي لا يرتبط سعرها السوقي بأداء الشركة و لكن يتحرك بناء على العرض و الطلب، و من خصائص هذه الأسهم أن تذبذب السعر فيها عالي جدا، و كذلك يلاحظ عليه حجم تداول كبير لقلة قيمته.
- ربح السهم : (EPS) مجموع صافي أرباح الشركة مقسوما على عدد أسهمها المصدرة.
- الربح الموزع :(DPS) مجموع الأرباح الموزعة مقسوما على عدد أسهمها المصدرة.
- مكرر ربح السهم : (P/E) سعر السهم الحالي مقسوما على ربح السهمEPS) .
- مكرر السعر الدفتري:سعر السهم الحالي مقسوما على السعر الدفتري للسهم.
- معدل دوران الأصول : صافي الدخل أو المبيعات مقسوما على إجمالي الأصول.
- العائد المتوقع للسهم: و هو حاصل الفرق بين السعر المتوقع للسهم مع السعر الحالي له. و يتم حساب السعر المتوقع للسهم بضرب ربح السهم المتوقع بمكرر أرباحه.

(إذا كان ربح السهم أو مكرره بالسالب فلا تنطبق هذه القاعدة عليه).

و كمثال على حساب السعر المتوقع لسهم ما:

- **ربح السهم المتوقع لسهم ما = 7.21**

- مكرر أرباح = 76.95
- السعر المتوقع للسهم = 555

ملاحظة: لا يعني هذا أن سعر السهم يجب أن يكون 555 لأن سعر السهم يحدده قاعدة العرض و الطلب.

المخاطرة في سوق الأسهم:

يعود سبب وجود المخاطرة في سوق الأسهم لأسباب كثيرة منها ما هي سياسية و منها ما هي اقتصادية، و كذلك تكون لأسباب تنافسية بين الشركات في نفس المجال.

معامل المخاطرة بيتا:

و هو يقيس المخاطرة لسهم معين و يمكن فهم هذا المعامل كالتالي:

- إذا كان المعامل = 1 فإن السهم يرتفع و ينخفض بشكل مساوي للسوق ككل.
- إذا كان المعامل = 0.5 فهذا يعني أن السهم يرتفع و ينخفض بنصف حركة ارتفاع أو انخفاض السوق ككل.
- إذا كان المعامل = 2 فهذا يعني أن السهم يرتفع و ينخفض بضعف حركة ارتفاع أو انخفاض السوق ككل.

قيم الأسهم

1) القيمة الاسمية Par Value

قيمة تعسفية يتم تخصيصها عند إصدار السهم وتطبع على شهادة السهم، ومن الناحية التاريخية فقد تم استخدام القيمة الاسمية كقيد تجاري. وعادة ما يتم وضعها بسعر منخفض نظراً لأن ضرائب بعض الولايات تستند أليها. وهذه القيمة ليست لها أيه علاقة بأي تقسيم آخر للسهم. وبالنسبة للسهم الصادر بسعر يتجاوز القيمة الاسمية فإن الفرق

يرحل في الدفاتر المحاسبية على أنه تم دفعه بصورة زائدة وأحياناً يتم إصدار السهم بدون أيه قيمه اسمية.

2) القيمة الدفترية Book Value

على خلاف القيمة الاسمية فإن القيمة الدفترية لسهم ما تعكس القيمة الصافية للشركة، حسبما يتم تحديده باستخدام المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، مقسومة على عدد الأسهم المعلقة.

والقيمة الدفترية هي قيمة السهم الحقيقية من صافي الموجودات للشركة القيمة الدفترية= حقوق المساهمين ÷ عدد الأسهم حقوق المساهمين= رأس المال+ الاحتياطي+ أرباح مبقاة.

3) القيمة السوقية Market Value

هذه ببساطة القيمة التي يتم تخصيصها للسهم في السوق مثل القيمة الحالية المعروضة.

المؤشـــــر

إن فكرة المؤشر هي معرفة اتجاه الأسعار وذلك عن طريق المقارنة بين مستوى السعر الحالي مع مستوى سعر سابق يسمى بسعر الأساس (BASE PRICE) فمثلا إذا قلنا أن سعر الأساس هو السعر في 2008/1/1 وكان 200 دولار ثم ارتفع السعر إلى 210 دولار في 2008/12/31 فان معدل السعر في 2008/12/31 إلى السعر في1/1/ 2008 هو:

جرى العرف على حساب المؤشر بطريقة معينة تسهيلا للمقارنة وذلك بالاتي:
أولا قسمة سعر الأساس على نفسه وضرب حاصل القسمة في 100:

100 ×200 =100 ولذلك

200 نقول إن نقطة البداية هي مائة نقطة.

أما بالنسبة لمعدل السعر في 2008/12/31 إلى سعر الأساس فنحسبه عن طريق قسمة السعر في 12/31 على سعر الأساس وضرب حاصل القسمة في 100:

100 ×210 =105 نقطة

200 وهذا يعني إن السعر في 12/31 ارتفع بمقدار (5) نقاط أو بنسبة 100 × 10=5%

100 بالمقارنة مع سعر الأساس.

أما بالنسبة لمؤشر أسعار عدد من الأسهم فإنه يحسب بنفس الطريقة مع فرق بسيط هو ضرب الأسعار في عدد الأسهم :

حاصل مجموع ضرب عدد الأسهم في السعر الحالي للسهم 100 xوضع السوق الطبيعي هو الارتفاع والهبوط فليس هناك ارتفاع دائم وهذه حالات السوق:-

1) الانهيـــار:

قد يحدث انهيار للسوق بسبب بعض الأحداث السياسية أو الاقتصادية أو الحروب ثم لا يلبث أن يتم التصحيح بعد استيعاب هذه الأحداث أو زوال أسبابها.

2) التصحيح

ويتم عادة بعد ارتفاع السوق لفترة طويلة من الزمن مثل ما حدث خلال السنة الماضية حيث استمر السوق بالارتفاع، وكذلك أسعار الشركات بصورة متواصلة ولفترة طويلة فكان لابد من التصحيح وانتهاء دورة للسوق من أجل بدء دورة جديدة ،ونكتشف بداية التصحيح عندما تكسر المتوسطات المتحركة متوسطات 9 أيام، و 14 يوم، و50 يوم لذلك لابد من متابعة قراءة هذه المتوسطات.

3) جني الأرباح

ويتم كل يوم من خلال البيع والشراء ولكن قد يكون في بعض الأحيان تأثيره قوي، وتتغلب قوى البيع على قوى الشراء ويؤدي إلى انخفاض في المؤشر والذي سيؤثر على بعض النفسيات وخصوصا المبتدئين وبعض المحترفين الذين يحاولون الضغط على النفسيات من أجل الحصول على أسعار أفضل وقد يتبعهم القطيع والذين يتخذون سياسة نفذ أمر البيع ثم أسال عن السبب.

ولكن في بعض الأحيان يستوعب السوق جني الأرباح ولذلك لا يشعر بها من يتأثر بسياسة القطعة لذلك يقع في الخطأ القاتل وهو الشراء بينما السوق هو جني الأرباح.

إجمالي الدخل (للبنوك):

يمثل الإيراد من أداء الخدمات المصرفية للعملاء وإقراض النقود وغير ذلك من الأعمال المالية التي تقوم بها بغرض كسب الربح .

الربح قبل الزكاة:

يمثل المبلغ الباقي من إيراد المبيعات بعد طرح التكاليف والمصاريف ويحسب كالتالي : مجموع الإيرادات - مجموع المصاريف .

الأرباح الموزعة (للبنوك):

هي توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين خلال السنة .

ودائع لدى البنوك في الخارج (للبنوك):

تمثل أرصدة لدى البنوك الأجنبية .

الاحتياطي النظامي (للبنوك):

يمثل ما نص عليه نظام مراقبة البنوك على تحويل ما لا يقل عن 25% من صافي دخل كل سنة للاحتياطي النظامي إلى أن يصبح مساوياً لرأس المال المدفوع .

حقوق المساهمين/الموجودات: (%)

تمثل اجمالي حقوق المساهمين على اجمالي الموجودات وتستعمل لقياس فاعلية استخدام رأس المال وتحسب كالتالي: (حقوق المساهمين ÷ الموجودات) × 100

التدفق النقدي من نشاطات التشغيل :

يمثل صافي الارباح + الاستهلاك + التغيرات في المتراكمات ومستحقات الدفع - التغيرات في مستحقات القبض - التغيرات في البضائع الموجودة .

التدفق النقدي من نشاطات الاستثمار :

التدفق المالي الخاص ببيع وشراء الاصول الثابتة .

التدفق النقدي من نشاطات التمويل:

التدفق المالي الناتج عن تمويل الديون وحقوق المساهمين .

زيادة (نقص) في النقد:

يمثل الفروقات بين التدفقات المالية .

التدفق النقدي:

يمثل صافي الربح + المبالغ المخصصة للاستهلاك والاطفاء.

موجودات متداولة:

تمثل النقد وأي أصول أخرى يمكن تحويلها إلى نقد في فترة زمنية قصيرة نوعا ما، عادة ما تكون سنة واحدة وربما تكون أكثر من سنة في المشاريع التي لها دورة عمليات أطول .

مطلوبات متداولة:

تمثل الديون المستحقة في فترة زمنية قصيرة، عادة ما تكون سنة واحدة .

قروض طويلة الأجل:

تمثل المطلوبات التي تستحق الأداء على فترة طويلة نسبياً (أكثر من عام).

معدل التداول:

هو مقياس للسيولة المالية للشركة ويستعمل لمعرفة مدى قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل المتوسط أو القصير ويحسب كالتالي: الموجودات المتداولة ÷ المطلوبات المتداولة .

هامش إجمالي الربح: (%)

يمثل نسبة إجمالي الربح إلى إيراد المبيعات، وتحسب كالتالي:

(إجمالي الربح ÷ إيراد المبيعات) × 100

الرفع المالي: (%)

تشير هذه النسبة إلى علاقة الديون لحقوق المساهمين. حيث إن زيادة هذه النسبة تدل على ارتفاع المديونية وتحسب كالتالي:

(مجموع المطلوبات ÷ حقوق المساهمين) × 100

الاقتراض:(%)

زيادة هذه النسبة قد تدل على التوسع في نشاط عمل الشركة وتحسب كالتالي:

(قروض طويلة الأجل ÷ مجموع الموجودات) × 100

الاحتياطيات:

تشمل الاحتياطي النظامي، الاحتياطي العام وأي احتياطيات أخرى ما هي عمليه زيادة رأس المال والآثار المترتبة لهذه الزيادة في عمليه تقييم الأسهم.
أسهم المنحة :

تتم عمليه زيادة رأس المال بإصدار أسهم بالقيمة الاسمية للسهم ويتم تحويل قيمه هذه الأسهم المصدره من الاحتياطي وأضافته إلى رأس المال .فمثلا إذا كان عدد الأسهم الأصلية في شركه معينه هو مليون سهم والقيمة الاسمية لكل سهم تعادل خمسين ريالا فأن رأس المال يكون 50 مليون دولار. ولنفترض أن لدى هذه الشركة احتياطات مقدارها 100 مليون دولار فتصبح على ذلك حقوق المساهمين مساوية لـ 150 مليون دولار وهو مجموع رأس المال مضافا إليه الاحتياطات. فإذا قررت هذه الشركة مضاعفه رأس المال فأن عدد الأسهم بعد الزيادة يصبح 2 مليون سهم ويصبح رأس المال الجديد 100 مليون دولار وتنقص الاحتياطات إلى 50 مليون دولار.

ماذا يترتب على قرار زيادة رأس المال

انه وكما يتضح من المثال الوارد أعلاه فانه لم يترتب أي تغيير جذري في وضع الشركة فحقوق المساهمين قد بقيت على ما هي عليه وهو 150 مليون دولار في المثال ولكن تم توزيع حقوق المساهمين فزاد رأس المال ونقص الاحتياطي بنفس القيمة. وهذه العملية مطابقة تماما لمن يملك 150 ألف دولار ويضعها في حسابين الحساب الأول به 50 ألف دولار والحساب الثاني به 100 ألف دولار ثم قام بنقل 50 ألف دولار من الحساب الثاني إلى الحساب الأول فإنه في هذه الحالة يصبح لديه 100 ألف دولار في الحساب الأول وينقص الحساب الثاني إلى 50 ألف دولار أما مجموع ما يملكه فيبقي على حاله وهو 150 ألف دولار.

المصطلح الخاطئ

نظرا لان حقوق المساهمين لم يطرأ عليها أي تغيير فإن ما حدث من إصدار أسهم جديدة لا يمكن إطلاق أسهم منحه عليه، فالشركة لم تمنح شيئا إضافيا وإنما قامت في الحقيقة بتقسيم حقوق المساهمين على عدد أكبر من الحصص (الأسهم) وبالتالي فأن كل

حصة جديدة (أسهم جديدة) تصبح قيمتها أقل. والمصطلح الصحيح الذي يجب أن يستعمل لوصف هذه الزيادة هو (تقسيم الأسهم) وهذا هو المصطلح المتعارف عليه عالميا حيث تسمى هذه العملية باللغة الانجليزية SPLITTING والتي تعني بالعربية تقسيم وليس منح.

إذا ما هو الغرض من هذه العملية

إذا كان الوضع كذلك إذاً ما هي الفائدة من إصدار أسهم جديدة وزيادة رأس المال. يفسر بعض الصحفيين وحتى بعض مدراء الشركات زيادة رأس المال لغرض التوسعة، وهذا خطأ واضح فالعملية لم ينتج عنها أي تغيير في وضع الشركة المالي ولا في حجم التدفقات النقدية ولا في كميه النقد المتوافر ولم تغير الالتزامات على الشركة فإذا كانت الشركة قادرة على التوسع الذاتي بعد الزيادة فهي بكل تأكيد كانت قادرة على فعل نفس الشيء قبل الزيادة.

والحقيقة أن السبب الوحيد لهذه العملية هو تنشيط حركه تداول الأسهم وجعلها في متناول معظم المتداولين، وذلك أن زيادة رأس المال وبالتالي زيادة عدد الأسهم ينتج عنها تخفيض قيمه السهم بنفس نسبه الزيادة في عدد الأسهم وذلك لأن زيادة عدد الأسهم ينتج عنها انخفاض ربحيه السهم والقيمة الدفترية وجميع مؤشرات السهم بنفس نسبه الزيادة في عدد الأسهم.

ولك أن تتخيل لو أن البنك الأمريكي أو شركة الراجحي لم تقم خلال السنين الماضية بزيادة عدد أسهمها وبقيت على نفس رأس المال الأصلي. فالبنك الأمريكي لو لم يقم بزيادة عدد أسهمه وأبقى عدد أسهمه على نفس المستوى عند التأسيس مثلا: وهو 3 مليون سهم لكان سعره حاليا يتجاوز الـ 10 آلاف دولار، ولكان ربح السهم الواحد أكثر من 700 دولار، والقيمة الدفترية تفوق الـ 3 آلاف دولار، مما يجعل تداول السهم في

السوق ضعيفا جدا ولكن بسبب زيادة رأس المال بين فتره وأخرى وبالتالي زيادة عدد الأسهم فان سعر السهم الحالي في حدود 400 دولار، ولكن في المقابل عدد الأسهم أعلى ب 25 مره عن العدد أثناء التأسيس وهذا يجعل السهم في متناول جميع المتعاملين في السوق ويكون التداول عليه نشيطا.

كيف تحسب السعر الجديد بعد التوزيع

يتم حساب السعر بعد عمليه التوزيع وذلك بضرب السعر المتداول في السوق قبل موعد التوزيع في عدد الأسهم قبل التوزيع ثم يقسم الناتج على عدد الأسهم بعد التوزيع.

مثال: دراسة على الأرقام القياسية للأسهم لعام 2008 في سوق عمان المالي

آب 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراه من قبل غير الأردنيين خلال شهر آب (448.7) مليون دينار، منها (78.9%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (403.9) مليون دينار، منها (73.9%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .
- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (44.8) مليون دينار.
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (49.8%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية آب منـها (34.1%) لمستثمرين عرب، و(15.7%) لغير العرب.

تموز 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل غير الأردنيين خلال شهر تموز (836.9) مليون دينار، منها (85.3%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (788.4) مليون دينار، منها (86.0%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .

- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (48.5) مليون دينار .
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (50.9%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية تموز منـها (34.0%) لمستثمرين عرب، و(16.9%) لغير العرب

حزيران 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل غير الأردنيين خلال شهر حزيران (633.5) مليون دينار، منها (83.8%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (557.9) مليون دينار، منها (81.9%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .
- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (75.5) مليون دينار.
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (50.9%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية حزيران منـها (33.5%) لمستثمرين عرب، و(17.4%) لغير العرب.

أيار 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل غير الأردنيين خلال شهر أيار (344.0) مليون دينار، منها (78.4%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (304.2) مليون دينار، منها (81.5%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .
- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (39.8) مليون دينار .
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (50.4%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية أيار منـها (33.9%) لمستثمرين عرب، و(16.5%) لغير العرب.

نيسان 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل غير الأردنيين خلال شهر نيسان(392.4) مليون دينار، منها (74.3%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (346.5) مليون دينار، منها (79.1%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .
- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (45.9) مليون دينار
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (50.1%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية نيسان منـها (33.7%) لمستثمرين عرب، و(16.4%) لغير العرب.

آذار 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل غير الأردنيين خلال شهر آذار(262.4) مليون دينار، منها (79.8%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (259.9) مليون دينار، منها (80.5%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .
- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (2.5) مليون دينار.
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (49.6%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية آذار منـها (34.2%) لمستثمرين عرب، و(15.4%) لغير العرب .

شباط 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل غير الأردنيين خلال شهر شباط (193.1) مليون دينار، منها (73.6%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (187.6) مليون دينار، منها

(83.3%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .

- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (5.6) مليون دينار.
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (50.1%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية شباط منـها (35.5%) لمستثمرين عرب، و(14.6%) لغير العرب .

كانون الثاني 2008

- بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل غير الأردنيين خلال شهر كانون الثاني (195.3) مليون دينار، منها (87.1%) لمستثمرين عرب .
- بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل غير الأردنيين (178.9) مليون دينار، منها (77%) تم بيعها من قبل مستثمرين عرب .
- ارتفع صافي استثمار غير الأردنيين خلال هذا الشهر بمقدار (16.4) مليون دينار .
- شكلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين (49.2%) من القيمة السوقية للبورصة في نهاية كانون الثاني منـها (36%) لمستثمرين عرب، و(13.2%) لغير العرب.

إستراتيجية الاستثمار

قبل البدء بعملية الاستثمار من الضروري جدا وضع إستراتيجية محددة للاستثمار تبدأ بتحديد الهدف والتخطيط للوصول إليه مع احتساب أن الاستثمار يحتمل الربح والخسارة وتقييم العوامل المتعددة التي تحدد المخاطرة أو التحفظ في الاستثمار.

لذا يجب أن تأخذ الوقت الكافي لدراسة وتوثيق خطتك من خلال تحديد أهدافك بواقعية، بخصوص أرباح الاستثمار وما إذا كانت أهدافك المالية قصيرة الأمد، متوسطة الأمد، أو طويلة الأمد؟ وحتى نصل إلى ما نطمح إليه يجب أن نتبع النقاط التالية:

1) تحديد وتحليل الأهداف.
2) تحليل الأوراق المالية (تحليل و تحديد نوع الأسهم المراد استثمارها ووقت كل شراء).
3) تكوين محفظة مالية.
4) تقييم أداء المحفظة ،مراقبة ما تحتفظ به من أسهم - تحديد وقت البيع.

سياسة الاستثمار

من المؤكد أن احتياجاتنا تختلف باختلاف مراحل حياتنا . فأين موقعنا في هذه اللحظة، هل من الممكن أن نكون قد اقتربنا من القمة أو من المحتمل أننا لا نزال نخطو خطواتنا الأولى في حياتنا وربما لا نزال في طور أنشاء أسرة وربما نستعد للتقاعد، ربما نخطط لشراء منزل.

أن هذه الأمور جميعا تتطلب طرقا مختلفة للتوفير فحاجة المستثمر لزيادة دخله تتغير وفقا لمراحل حياته. ولهذا إن تحديد أهدافنا هو الخطوة الأولى التي يجب أن تتبعها نظرة إجمالية بحيث نحدد الوقت اللازم لتحقيق كل هدف ؟

فإذا كنت قد بدأت حياتك للتو فمن الأنسب التركيز على النمو طويل الأمد ، ولا تنسى أنه حتى بدون وجود مدخرات ،فالغالب أن يحقق المستثمرون الشباب موقعا قويا لهم حيث أن كل سنة تعنى المزيد من المدخرات وسنوات الشباب تعنى وجود فرصة قوية لتتعافى من أي أزمات ولجني ثمار جهدك

في منتصف عمرك سوف تتأرجح بين الرغبة في زيادة الدخل وبين وجود الدخل بالدرجة الأولى فالغرض من زيادة الدخل قد تشتمل على الادخار من أجل التقاعد أو التعليم الجامعي في الوقت الذي تكون فيه لا تزال تقوم بدفع رسوم دراسية وأقساط المنزل أو تأسيس عمل تجارى وجميعها أمور تتطلب توجيه الموارد المالية تبعا لها.

أما إذا بلغ راتبك الذروة وأصبح مصروفك الحالي أقل هنا يمكنك أن تولي عملية زيادة الدخل المزيد من الاهتمام.إن سنوات التقاعد تعمل على تأكيد ضرورة وجود إيراد أو دخل يحقق الاكتفاء للمتقاعد وفى الوقت نفسه عليك الأخذ بعين الاعتبار بمسألة التضخم المالي للمحافظة على نمو استثماراتك ، كما يمكنك توفير رأس مال بالاستثمارات المتنامية لإفادة الأجيال القادمة.

ولهذا فقبل الاستثمار عليك أن تسأل نفسك (لماذا أنا احتاج إلى تنمية نقودي ومتى أريد أن استخدمها؟) وبعبارة أخرى هل تريد أن توفر لغرض شراء شيء معين ثمين وغالي في المستقبل القريب أو .... الخ.

إن من المهم أن تعرف لماذا تريد أن تستثمر وإلى أي حين وذلك حسب أهدافك الاستثمارية لأن الاستثمار القصير الأجل يتطلب أهداف مختلفة عن الاستثمار طويل الأجل. فإذا قررت أن توفر لشراء غرض ثمين فإنك تحتاج الحصول على نقودك بعد فترة قصيرة نسبيا. في حين إذا كنت في العشرينيات من العمر وتقوم بالتوفير للمستقبل فانه ليس هناك حاجة أن تكون نقودك في متناول يدك، بمعنى أنه بإمكانك أن تزيد في المخاطرة باستثمار نقودك بطرق تمكنها من أن تتضاعف خلال مدة طويلة.

الفترة الزمنية المطلوبة للاستثمار والتي عليك أن تتذكر العوامل الأربعة الآتية:

العامـــــل الأول:

كم هي أهمية نمو رأس المال لديك ؟

إن النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه نقودك خلال زمن الاستثمار. فإذا كنت بحاجة إلى الوصول إلى نقودك بعد فترة قصيرة فإنك قد تبحث عن فرصة توفر لك معدل

نمو ثابت وآمن. أما إذا كنت تريد استثمار نقودك لأجل طويل فبإمكانك أن تكون مرتاحا بوضع نقودك في الأوراق المالية التي يمكن أن تقدم لك معدل نمو عالي خلال مدة من الوقت. على سبيل المثال إذا كان اختيارك للاستثمار في الأسهم والسندات فالعائد على تلك الأوراق المالية قد يتقلب خلال مدة الاستثمار ولكن ذلك سوف لن يؤثر على احتياجاتك اليومية. والذي يهمك فعلا هو كيفية أداء الاستثمار مع مرور الوقت.

إن الاستثمارات الطويلة الأجل تتأثر بعوامل مثل معدل التضخم فأنت قد تخسر نقودا خلال الأجل القصير ولكنها تظل قادرة على النمو خلال أجلها الطويل المحدد. ما يهمك هو ليس تباطؤ معدل النمو خلال فترة معينة من الوقت وإنما إذا كنت تحقق معدل نمو مرتفع مع مرور الوقت.

العامـــــل الثاني:

العائد هو مثل النمو وهو الفائدة أو ربح الأسهم الذي يدفع لك عن استثمارك. ويمكن أن تختلف في أهميتها اعتمادا على احتياجاتك. حسابات التوفير تميل على إعطاء عائد بنسبة مئوية قليلة في حين إن السندات يمكن أن تعطى عائد بنسبة مئوية أعلى.

وإذا كنت توفر للمستقبل البعيد "المدى الطويل" فإنك قد تبحث أيضا عن استثمارات تنتج عائد مناسب بحيث تعيش مرتاحا من الفائدة عندما تتقاعد فعلا. وعندما تتقاعد يمكنك إعادة استثمار بعض المال في شهادات إيداع لكي يمكنك من استلام عوائد ثابتة يمكن الاعتماد عليها.

العامـــــل الثالث:

والتالي من الأهمية أن تأخذه بعين الاعتبار هو الدخل. فإذا كنت تستثمر لهدف قصير الأجل مثل مقدم شراء سلعة أو شراء غرض ما . فإنك تحتاج لاستثمار آمن

ويمكنك تحويله إلى مبلغ نقدي بسهولة. و شهادات الإيداع هي المثال على هذا النوع من الاستثمار حيث أن العائد (الدخل) الدوري المنتظم الذي تقدمه يكون اقل أهمية.

العامـــــل الرابع:

وهو العامل الأخير والأكثر أهمية (خطورة) و هو احتمال خسارة بعض أو كل استثمارك. فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر. فالمستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الإجراءات للسيطرة على عوائدهم مثل سندات التوفير ذات المعدل المضمون من العوائد. وقد يختار المستثمرون المحافظون أن يتركوا بعض الفرص ذات النمو العالي وذلك للمحافظة على نقودهم في استثمارات بمعدل عوائد مضمونة بدرجة أكبر.

هناك قوي كثيرة تؤثر على مستوى الخطورة، فمثلا إذا اشتريت سندات فسوف تلاحظ أن استثمارك يرتفع وينخفض مع أسعار الفائدة المتغيرة. فعندما تنخفض أسعار الفائدة يرتفع سعر السهم وبالعكس.

وكذلك فأن النقود المستثمرة في الأسهم سوف تتحمل بعض المخاطر فمثلا أن الاقتصاد الجيد أو الأرباح الجيدة لشركة ما تمتلك فيها أسهما قد يعنى أن قيمة أسهمك ترتفع أما إذا ضعف الاقتصاد أو إذا تعرضت الشركة التي تمتلك أسهم فيها لدعاية سلبية فان سعر السهم قد ينخفض. إن تحمل بعض المخاطر يعنى ثباتك وخروجك سالما من الفتور والانكماش في قيمة أسهمك على أساس أن السعر سوف يعود للارتفاع وان قيمة أسهمك سوف تحتفظ بمعدل نمو عالي بمرور الوقت.

ومثل المكونات الأخرى لخطة الاستثمار فأن أهمية المخاطرة في استثماراتك يمكن إن تكون مختلفة ويعتمد ذلك على ما يلي : أين موقعك في إطار مدة استثمارك؟ حيث أن المستثمرون لأجل قصير يبحثون عن استثمارات مستقرة ومتينة واقل خطورة. وقد يقبل

المستثمرون لأجل طويل أن يتحملوا قدر محدد من عدم الثبات لغرض تحقيق هدفهم النهائي بالحصول على عائد عالي.

وبسبب جميع هذه العوامل فأن النمو والعائد والدخل والخطورة سوف تتغير خلال فترة حياتك وأنها لفكرة جيدة أن تعيد تقييم احتياجاتك دوريا. وتذكر إن أحداث الحياة الهامة مثل ولادة طفل أو شراء بيت أو التقاعد سوف تؤثر على إستراتيجية استثمارك.

ولذلك وجود خطة مالية مبنية على أساس صحيح هي المفتاح لقدرتك على الاعتماد على النفس وتأمين حياتك المالية حيث يمكنك تقييم الوضع المالي الراهن الذي تعيش به وبناء خططك واختياراتك المستقبلية اعتمادا عليه بحيث تكون استثماراتك طويلة الأمد وواقعية للوصول لأهدافك المبتغاة ، والتي من الممكن أن نحددها في ثلاثة أهداف هي:

1) الحفاظ على رأس المال.
2) الحصول على إيراد.
3) زيادة قيمة رأس المال.

دراسة وتحليل الأسهم

إن دراسة وتحليل الأسهم من الأساسيات لأن الاستثمار مغامرة لا يستطيع إنسان أن يتنبأ بنتائجها المستقبلية (احصل فقط على كل الحقائق التي تستطيع الحصول عليها، ادرس الأسهم التي ترغب الاستثمار بها وحاول الاستمتاع بالعملية، فالعثور على أسهم جيدة كالبحث عن الذهب، فهناك توقع عال وأخطاء تحدث وكما يقال " ليس كل ما يلمع ذهبا " بمعنى ليس هو ما تبحث عنه).

ومن خلال دراسة وتحليل الأسهم يمكنك تعلم الكثير عن الشركات والصناعات ولكن ينبغي عليك أن تفهم الأسهم فهما جيدا قبل الإقدام على شرائها. وكما هو الحال دائما "المعرفة قوة" وفي حال الاستثمار هي مصدر للراحة أيضا.

فإذا كانت لديك معرفة جيدة بصناعة أو بأسهم فأنها ستدفعك إلى الإمام وتتقدم على مستثمر يشترى ويبيع حسب الإشاعات والأخبار والتقارير الإخبارية، فبينما يفكر الآخرون في بيع الأسهم بسبب إعلان يلحق الضرر بشركة ما على المدى القصير يمكنك أن تصمد أمام العواصف لأنك تفهم الطبيعة الحقيقية للأخبار وقد تكون فرصة أن تشترى المزيد من الأسهم.

تكوين المحفـظة

عند تحديدك أهدافك الاستثمارية ضع خطة وحدد الأسلوب المتبع، قم بتحديد خليط من الأسهم أو الموجودات المالية يناسبك لتحقيق تلك الأهداف لتكوين محفظة استثمارية.

وأنت تفكر في تكوين محفظة استثمارية ، فكر بما تريده من مجموعة الاستثمارات تلك وعلى نفس المستوى من الأهمية فكر كيف سيؤثر عليك ذلك الاستثمار من الناحية العاطفية. فإذا كنت شخصا محافظا في كافة أطوار حياتك فإنك حينئذ ستشعر بتحسن اكبر بشراء الأسهم المتدنية الأسعار والتي تأتي بأرباح جيدة أما إذا كنت من النوع المجازف فانك قد ترغب في شراء خليط من الأسهم الأكثر اندفاعا ومخاطرة.

إن الاستثمار الحذر يقتضى إعداد استثمارات منتشرة على مجموعة من الاختيارات الاستثمارية. ولعدم وجود ضمانات عن كيفية نمو أموالك بمرور الوقت فأن تقسيم

أموالك بين اختيارات استثمارية مختلفة يمكن أن يساعد على حمايتك إذا لم يكن أداء بعض استثماراتك جيدا بالمقارنة مع استثماراتك الأخرى.

وعندما تقوم بما ذكر فسوف تكون في حينها مستعداً لتكوين حافظة أوراق مالية. إن حافظة الأوراق المالية هي جميع استثماراتك : جميع أسهمك وسنداتك وأموالك النقدية والعملات والعقارات.

وأخيرا إن احتياجاتك إلى محفظة استثمارية متنوعة قد تتغير بمرور الوقت ولهذا فالتنويع في المحفظة الاستثمارية يخفض من المخاطر التي قد تواجهها. وننصح أن تضع في ذهنك هذه المكونات عند تكوين محفظتك الاستثمارية وهي :

1) اعرف ما تمتلك وما ستمتلك من خلال الاستثمار يمكنك تعلم الكثير عن الشركات والصناعات، ولكن ينبغي عليك أن تفهم الأسهم فهما جيدا قبل الإقدام على شرائها. فإذا كانت لديك معرفة جيدة بصناعة أو بأسهم معينة فأنها ستدفعك إلى الأمام وتتقدم على مستثمر يشترى ويبيع حسب الإشاعات أو النصائح فكيف لهم أن يتخذوا قرارات على ضوء معلومات إذا لم يكونوا على علم بما يمتلكون؟ ولهذا احرص على ألا تكون ممن لا يعرفون ما يمتلكون.
2) تنويع محفظتك هناك العديد من المستثمرين المحترفين ممن لا يفعلون ذلك فهم يركزون على بضعة أسهم ممتازة ويحرصوا على التشبث بها لمدة طويلة، إنك لست محترفا فلا تضطرب فبالتنويع يمكنك تحاشى ألم ومرارة التقلب والتغير العنيف للنوع الواحد من الأسهم، لهذا فأن توزيع محفظة استثماراتك في خمسة صناعات من أجل التنويع وفي عشرة أنواع من الأسهم عملية تبعث الطمأنينة.
3) اعمل واجبك إذا لم تكن لديك الرغبة في البحث عن الأسهم فلا تفعل، اشتري بدلا منها سندات أو صكوك مالية متداولة ومتبادلة بدلا منها، هذا وقد أصبح

البحث عن المعلومات أسهل بكثير بفضل الإنترنت ولكي تبقى على علم بأسعار استثماراتك ، يمكنك أن تجد كل نسبة تحتاجها في التقارير المتنوعة المتوفرة في الإنترنت.

4) اعرف نفسك وأنت تفكر في تكوين محفظة استثمارية ، فكر بما تريد من تلك المجموعة من الاستثمارات وعلى نفس المستوى من الأهمية فكر كيف سيؤثر عليك ذلك الاستثمار من الناحية العاطفية، فإذا كنت شخصا محافظا في كافة أطوار حياتك فإنك حينئذ ستشعر بتحسن أكبر بشراء الأسهم المتدنية الأسعار والتي تأتي بأرباح جيدة، فإذا كنت دائما على الجانب الأيمن من الحد الأعلى للسرعة في عداد سيارتك فإنك قد ترغب في شراء خليط من الأسهم الأكثر اندفاعا.
5) لا تستخدم هامشا (قرض مالي) وإذا فعلت فاستخدمه بشكل ضئيل
شراء الأسهم بهامش يعني أن تقترض نقودا لتشتري بها الأسهم، لا حاجة لك في معرفة كافة التفاصيل.

هنا اعرف فقط إن الشراء بهامش يعني اقتراض المال لشراء الأسهم فإذا هبطت أسعار الأسهم التي اشتريتها فعليك أن تضيف نقودا أخرى من عندك لتعويض تلك الخسارة فإذا لم يتوفر لديك نقودا أكثر فسيقوم الوسيط المالي ببيع ما لديك فدعنا نتأمل ذلك السيناريو :

قمت بشراء أسهما مستعينا بقرض من الوسيط المالي وبعدها انخفض سعر السهم وهبط بشكل سريع. حسابك يخسر نقودا ، تستدعيك الشركة المقرضة (الوسيط المالي) لك وتقول لك إنك تحتاج نقودا أكثر وأنت لا تجد عندك تلك النقود وتهبط الأسهم بشكل

اكبر في اليوم التالي إلى مستويات كبيرة ولا يمكنك عندها إلا إطلاق الصرخات لقد تم بيع أسهمك من قبل الوسيط المالي دون الرجوع لك.

6) تقبل الخسائر قد تنجح في شراء أسهم رابحة في جزء من الوقت نأمل أن تكون أفضل من نسبة معقولة، ولكن إذا كنت صبورا فإن أسهمك الرابحة ستعود بالفائدة عليك وتكافئك بشكل جيد جدا . وإذا كان لديك أسهما خاسرة تخلص منها بعد أن تكون أنت من حدد مقدار الخسارة المتوقعة (حدد الخسارة مسبقا).

مراجعة وتقييم أداء المحفظـة الاستثمارية أحد أهم جوانب الاستثمار هو أن يقبل الأفراد المسؤولية عن اختياراتهم. فنقودك ومحفظتك هي خلاصة مجهودات عملك وقراراتك ونموها وازدهارهما. فقم بمراجعة محفظتك المالية باستمرار للتأكد من أنك تسير في المسار الصحيح أو لإجراء أي تعديل تستوجبه أي تطورات أو أزمات طارئة.

الفصل السادس

الأسهم والسندات وأحكامها

في الفقه الإسلامي

الأسهم والسندات وأحكامها

في الفقه الإسلامي

أولاً : أحكام الأسهم

أ. أحكام الأسهم تأسيساً وأنواعاً:

1) يجوز الاشتراك في شركة المساهمة وهي شركة شرعية تخرج على شركة العنان أو العنان والمضاربة حسب حال المساهمين مع مجلس الإدارة .
2) لا تجوز المساهمة في الشركات التي أنشئت لقصد مزاولة الأعمال المحرمة .
3) تجوز المساهمة في الشركات ذات الأعمال المباحة .
4) الشركات التي تتعامل بالحرام أحياناً كالتي في بعض عقودها معاملات ربوية أو عقود فاسدة لا تجوز المساهمة فيها وإن كانت أعمالها في الأصل مباحة .
5) إذا كانت الحصة التي يدفعها الشريك (المساهم) عينية أو نقدية فهي شركة صحيحة .
6) حصص التأسيس بوضعها الحالي من العقود الفاسدة ويمكن أن تصبح جائزة إذا قدم صاحب حصص التأسيس عملاً جديراً أن يكون به مساهماً باعتبار أنه شارك بالعمل .
7) لا محذور شرعاً أن تصدر الأسهم بشكل " الأسهم الاسمية ." أما إن صدرت الأسهم بشكل " الأسهم لحاملها " فإنه إصدار غير جائز .
8) جميع أنواع الأسهم الممتازة غير جائزة وفيها ظلم لباقي الشركاء إلا نوعاً واحداً فقط وهي الأسهم التي تعطي المساهمين القدامى الحق في الاكتتاب قبل غيرهم.

9) أسهم التمتع التي تنتج عن الاستهلاك لا تجوز على صفتها الحالية في شركات المساهم، ويمكن أن تكون شرعية إذا اعتبرت فيه النقاط التالية :

- أن يكون الاستهلاك بالقيمة الحقيقة للأسهم الاسمية .
- أن يكون ثمن الاستهلاك من أرباح الشركاء الآخرين الذين لم تستهلك أسهمهم .
- إذا استهلكت أسهم بعض الشركاء من أرباح الآخرين بأقل من قيمتها فهذا صحيح لكن يبقى لأصحاب الأسهم المستهلكة ربح بقدر الباقي من قيمة أسهمهم فكأنهم باعوا بعض أسهمهم .
- استهلاك جميع الأسهم لا معنى له ولا حقيقة ولا ينطبق على عقد شرعي صحيح .

ب- أحكام الأسهم في معاملات البورصة :

1) العمليات العاجلة الفورية تجوز من حيث الأصل ولا محذور في تداول الأسهم فيها .
2) العمليات الآجلة بنوعيها :
   - العمليات المحدودة الآجلة الباتة القطعية .
   - العمليات الخيارية الشرطية .كلها لا تجوز وتحوي أنواعاً من الربا والقمار.
3) عقود الخيارات أو الامتيازات كلها تحتوي على محاذير شرعية تجعلها محرم، ويستثنى من ذلك ثلاثة أنواع :
   - الأول : صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة .
   - الثاني : خيار تمنحه الشركة لبعض العاملين لديها .
   - الثالث : الخيار الذي تمنحه الشركة لحاملي أسهمها .

4) أنواع الدفع في عمليات البورصة ثلاثة :

- الدفع بالكامل وهو جائز ومشروع .
- الدفع الجزئي(الشراء بالهامش) وهو من عقود الربا المحرمة .
- البيع على المكشوف هو بيع لما لا يملكه البائع وهو غير مشروع .

ج – عقود الأسهم الأخرى :

القـــرض:

يجوز قرض السهم ، لأنه يجوز بيعه ويرد المقترض مثل السهم الذي اقترض وتبرأ ذلك ذمته ولا ينظر إلى قيمة السهم السوقية .

الــــــرهن:

يجوز رهن الأسهم ، ويمكن أن يباع ويستوفى منه الدين من قيمته السوقية ، العمل على هذا بين الناس.

- لا يوجد محذور شرعي في قيام جهة مالية معينة بتسويق الأسهم الجديدة وتقديم التسهيلات التجارية مقابل أجر معين تتقاضاه من الشركة .
- أما إذا أرادت تلك الجهة شراء جميع الأسهم ثم بيعها للجمهور مستفيدة من فارق السعر فهذا لا يجوز ، لأن هذا بيع نقد بنقد ، وهو الصرف فيشترط له التساوي التقابض .
- يجوز تقسيط سداد قيمة السهم إذا كان الاشتراك بالقدر المدفوع فقط من قيمة السهم.

السلم في الأسهم:

لا يجوز السلم في الأسهم ، لفقدها شرطاً من شروط السلم عدم تعيين المسلم فيه ، وهو مفقود في الأسهم المسماة باسم شركة معينة .فإن لم يسم الشركة فقد تخلف شرط الوصف المنضبط.

الحوالة في الأسهم:

تجوز الحوالة في الأسهم لأنها تنضبط بالصفات المعتبرة في السلم .

رسوم الإصدار في الأسهم:

- يجوز أن تصدر الأسهم مع رسوم إصدار تمثل مبلغاً من المال يغطي تكاليف الإصدار .
- أسهم الإصدار لا تجوز لأنها تساوي في الأرباح بين المساهمين مع تفاوت رأس المال.

المضاربة في الأسهم:

- المضاربة في الأسهم صحيحة باعتبارها عروض تجارة بذاتها بغض النظر عما تمثله من موجودات الشركة .
- أما المضاربة بالأسهم باعتبار ما تمثله من موجودات الشركة فغير صحيح .
- وعلى القول الراجح في تكييف السهم أنه يمثل الاعتبارين السابقين ينتج من ذلك عدم جواز المضاربة بالأسهم.

ضمان الأسهم:

يجوز أن تشتري الشركة بعض الأسهم ويكون بمثابة بعض الشركاء من بعض ولا يتصور شرعاً شراء الشركة كل الأسهم .

د – أحكام زكاة الأسهم :

يخرج المساهم زكاة أسهمه وفق الطريقة الآتية :

- إن كان تملك الأسهم بقصد الاستمرار فيها بصفته شريكاً للاستفادة من عوائدها فهذا يزكى حسب مال الشركة من حيث الحلول والنصاب والمقدار (فقد تكون شركة زراعية أو تجارية أو صناعية).
- وإن كان تملك الأسهم بقصد المتاجرة بها بيعاً وشراء فهو يزكي زكاة عروض التجارة ، ولا ينظر إلى طبيعة الشركة سواء كانت تجارية أو زراعية أو غيرها .
- وإذا زكى الأسهم باعتبارها من عروض التجارة فالزكاة تكون بحسب القيمة السوقية لا الحقيقية .
- المطالب بإخراج الزكاة أساساً هم المساهمون لا الشركة .
- إذا أخرجت الشركة الزكاة فيكتفي بذلك ولا يخرجها المساهم وكذلك العكس لئلا تجب زكاتان في مال واحد.

ثانياً : أحكام السندات

- لا يجوز التعامل بالسندات تأسيساً ولا بيعاً ولا شراءً ولا ترهن ولا تصح الحوالة بها ولا المضاربة بها لأنها من عقود الربا المحرمة .
- تكون الزكاة على أصل الدين فقط في السندات أما الفوائد الربوية ،فالواجب ردها إلى أصحابها.

الفصل السابع

مخاطر الاستثمار التي تواجهها المصارف الإسلامية

مخاطر الاستثمار التي تواجهها
المصارف الإسلامية

مخاطر العوامل الداخلية

وتشمل على ما يلي:-

أولاً: مخاطر مصدرها المتعاملون المستثمرون

إن طبيعة العلاقة بين المستثمر والمصرف الإسلامي المتمثلة في المشاركة في الربح والخسارة، وبالتالي المشاركة في المخاطرة كانت أحد الأسباب المهمة في كون المستثمر من أهم مصادر المخاطر للمصارف الإسلامية، أن هذا الأمر يتضح من خلال المقارنة بين العميل في المصرف الإسلامي، والمصرف التقليدي، من باب: وبضدها تتميز الأشياء، فالمصرف التقليدي يستند في أغلب استثماراته على مبدأ الإقراض والفائدة، في حين نجد أن الصورة مختلفة في المصرف الإسلامي، فالاستثمار لديه يقوم على مشاركة العميل المستثمر في إجراءات المشروع كافة، ويمكن تقسيم هذه المخاطر إلى أقسام رئيسة، هي:

1) المخاطر التي يمكن أن تنشأ بسبب عدم توفر المواصفات الأخلاقية في العميل المستثمر.

إن طبيعة العلاقة بين المصرف الإسلامي والمستثمر تتطلب قدراً من الصفات الأخلاقية في المستثمر مثل: الأمانة، الصدق، الالتزام بالمواعيد، وتمثل هذه الصفات ركيزة أساسية من ركائز نجاح الاستثمار، حيث إن فقدانها أو فقدان بعضها يرفع نسبة المخاطر في استثمارات المصارف الإسلامية لما يؤثره على الحقوق والالتزامات، كالتزوير، والتلاعب في الإيرادات، والمماطلة في السداد.

يتضح من المذكور أعلاه أن آلية التحكم في هذه المخاطر هو اختيار نوعية العملاء التي سيقدم المصرف الإسلامي على دخول المشاركة معهم، وذلك عن طريق دراسة درجة

الالتزام الأخلاقي عند العميل، ويمكن معرفة ذلك عن طريق قيام المصرف الإسلامي ببناء قاعدة معلومات عن المستثمرين بحيث توضح كل ما يتعلق بهم، مما له علاقة بالبعد الاستثماري، ومن خلال متابعة مشروعه الاستثماري والانخراط فيه.

2) المخاطر التي يمكن أن تنشأ بسبب عدم توافر الكفاءة الإدارية والفنية والخبرة العملية لدى المستثمر.

من الضروري توافر الإمكانات الإدارية والفنية والخبرة العملية لدى المستثمر في مجال مشروعه أو نشاطه الاستثماري، لأن توافر هذه المسائل سبب مهم في إنجاح المشروع الاستثماري وعدم توفرها يؤثر على كفاءة المشروع ويزيد من احتمالية وقوع خسارته، ويترتب على ذلك ارتفاع نسبة المخاطرة في هذا المشروع.

3) المخاطر التي يمكن أن تنشأ بسبب عدم سلامة المركز المالي للعميل المستثمر.

تتمثل هذه المخاطر في احتمالات عدم قدرة العميل المستثمر على الوفاء بحقوق المصرف المالية مستقبلاً، والمتمثلة في قيمة التمويل الممنوح وحصة المصرف من الأرباح المحققة، وتنشأ هذه المخاطر في حالة إذا كانت التزامات العميل المالية أكبر من إمكاناته أو موارده الفعلية أي عندما يكون صافي مركزه المالي الكلي مديناً، وهذا هو المقصود هنا بعد سلامة المركز المالي للعميل المستثمر.

إن السبب الرئيس في نشأة هذه النوعية من المخاطر هو طبيعة العلاقة بين المصرف الإسلامي والعميل المستثمر المتمثلة في مبدأ المشاركة في المخاطرة، ويترتب على ذلك جعل المصرف معرضاً لاحتمال عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته المالية تجاه المصرف في حالة فشل المشروع الاستثماري.

ثانياً: مخاطر مصدرها نوعية الموارد البشرية المتاحة

إن نوعية وطبيعة الاستثمارات التي تجريها المصارف الإسلامية تشكل مصدراً أساسياً من مصادر المخاطر التي تواجهها، نظراً لكون هذه الاستثمارات تتميز بطبيعة خاصة، ولاعتمادها على مجموعة مختلفة عن المصارف التقليدية، فهي أي المصارف الإسلامية تطبق صيغ استثمارية كالمشاركة، والمرابحة، والاستصناع... وغيرها.

إن هذه الطبيعة الخاصة لاستثمارات المصارف الإسلامية تتطلب ضرورة توفر نوعية مميزة من الموارد البشرية القادرة على دراسة وتقييم عمل المستثمر وتحديد مدى صلاحيته وملاءمته للمشاركة فيه من قبل المصرف الإسلامي.

فإذا توفرت النوعية الملائمة من الموارد البشرية فإنها سوف تمثل أحد الضمانات الأساسية المطلوبة لمواجهة المخاطر التي تواجه تلك الاستثمارات، وإذا ما عجزت المصارف الإسلامية عن توفيرها، أو كانت الموارد البشرية المتاحة لها غير مؤهلة، فإنها سوف تصبح أحد مصادر المخاطر التي تواجه تلك الاستثمارات، وسوف تتمثل هذه المخاطر التي يمكن أن تنتج عن هذا المصدر في الأنواع التالية:

1) المخاطر التي يمكن أن تنشأ نتيجة لعدم القدرة على دراسة واختيار العمليات الاستثمارية الملائمة.
2) المخاطر التي يمكن أن تنشأ نتيجة لعدم قدرة هذه الموارد على متابعة العمليات الاستثمارية، وعلى عدم القدرة على ابتكار حلول للمشاكل التي يفرزها التطبيق العملي.

يتبين لنا هنا أن توفر الموارد البشرية الملائمة يمثل أحد المتطلبات الأساسية اللازمة لتطبيق هذه الاستثمارات بصورة صحيحة، وأن عدم توفرها يمثل مصدراً من مصادر المخاطر التي تواجه استثمارات المصارف الإسلامية.

مخاطر العوامل الخارجية

تعترض طريق المصارف الإسلامية عدة مخاطر من عوامل خارجية، منها:

أولاً: مخاطر مرتبطة بالأنظمة والقوانين السائدة:

إن التعليمات والأنظمة التي تحكم عمل هذه المصارف صممت في مجملها لخدمة المصارف التقليدية، ولذلك فمن الطبيعي أن تواجه المصارف الإسلامية صعوبة في التعامل مع هذه التعليمات التي لا تأخذ في الاعتبار خصوصيات العمل المصرفي الإسلامي، ومع ذلك فهذه المخاطر تختلف من مصرف لآخر حسب البلد الذي يعمل فيه واللوائح المصرفية التي يخضع لها.

ثانياً: مخاطر مرتبطة بالرقابة الشرعية:

إن عدم تبلور مفهوم الرقابة الشرعية في ذهن إدارة المصرف الإسلامي، أدى إلى وجود مخاطر مترتبة على الرقابة الشرعية، ومنها:

1) قلة عدد الفقهاء المتخصصين في مجال المعاملات المصرفية والمسائل الاقتصادية الحديثة، مما يؤدي إلى عدم تصور واضح لهذه المسائل ومن ثم صعوبة الوصول للحكم الشرعي الصحيح فيها، كذلك التطور السريع والكبير في المعاملات الاقتصادية وصعوبة متابعتها بالفتوى وبيان الحكم الشرعي.
2) عدم الاستجابة السريعة لقرارات الهيئة من قبل إدارة المصرف، وهذا الأمر سيؤدي إلى استمرار وجود المخالفات الشرعية والاعتياد عليها من قبل الموظفين، وسيقودنا في نهاية الأمر إلى رقابة شرعية صورية لا معنى لها.
3) الضغوط التي قد تمارسها إدارة المصرف على الهيئة لإباحة بعض التصرفات، وقد تعتمد الإدارة على عدم إلمام الهيئة الكامل بدقائق المعاملات المصرفية، فتقوم مثلاً بصياغة السؤال وتكييفه تكييفاً معيناً، أو حذف أجزاء منه، أو قد تكون صياغة

السؤال مخالفة للواقع العملي ثم تقدمه للهيئة لتقوم الهيئة بإباحة التصرف بناء على ما قدم لها.

4) ضيق اختصاصات الهيئة، فيقتصر دورها في أغلب الأحيان على صورة سؤال وجواب، ثم لا تقوم بتقويم الأخطاء و تقديم البديل الشرعي، وتصبح بذلك واجهة شرعية تكمل بقية الواجهات، لإضافة الصبغة الشرعية على المصرف، ودعاية أمام جمهور المسلمين.

واقع إلزامية الفتوى في المصارف الإسلامية، إن الهيئة هي مقود البنك نحو شاطئ المعاملات المباحة، والهيئة هي الوجه الآخر لعمل البنوك الإسلامية إذ أن الوجه الأول هو استثمار أموال المودعين بما يعود على الجميع بالنماء.

صناديق الاستثمار الإسلامية واهم مخاطرها

أن ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات. ويقصد بصندوق الاستثمار الإسلامي: هو ذلك الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية. وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناءً على قبول المستثمر له يشترك في ذلك الصندوق، وكذلك تظهر في الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب. ولا يقتصر تسويق الصناديق الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية بل يمكن القول أن أكثر الصناديق الإسلامية إنما يسوقها ويديرها البنوك التقليدية. وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول هذه البنوك في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها.

وسوف نعرض أدناه لأهم أنواع الصناديق الإسلامية الموجودة اليوم والتي تنتشر في البنوك في دول الإسلام والدول الغربية :

(أ) صناديق الأسهم الإسلامية

صناديق الأسهم قديمة تعود إلى العشرينات من هذا القرن إلا أن صناديق الأسهم الإسلامية فإنها لا تعود لأكثر من 5 سنوات وان كانت المحاولات والتجارب في هذا المجال تعود إلى أكثر ممن ذلك لأدى إلى زيادة حجم رؤوس الأموال في أسواق الأسهم على المستوى العالمي خلال السنوات الماضية من 7ر4 ترليون دولار سنة 1986م إلى نحو 2ر15 ترليون دولار سنة 1996م، وزاد حجم أسواق أسهم الدول النامية من نسبة 4% إلى أكثر من 13% . وصناديق الأسهم العادية هي صناديق يقوم المدير فيها بتوجيه الأموال المجتمعة من اشتراكات المستثمرين إلى شراء سلة من أسهم الشركات يختارها بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث المخاطرة ومن حيث العائد. فالصندوق الذي يحقق تفضيلات مستثمرين يرغبون في تقليل المخاطرة، ربما استثمر في أسهم شركات ذات رأس مال كبير، قد بلغت حد النضج في قطاعات اقتصادية أساسية ومن ثم يقلل المخاطرة على المستثمرين في الصندوق في الأجل الطويل وان كان العائد على استثمارهم سيكون أقل، مقارنة بصناديق تركز على الشركات الصغيرة الناشئة التي هي في طور النمو والتي سيترتب على نجاحها زيادات كبيرة في أسعار أسهمها ومن ثم أرباح عالية للمستثمرين في الصندوق، إلا أنها مرتفعة المخاطرة الأمر الذي قد يعرض مساهمتهم إلى الخسارة الكلية .

ولقد ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذي يحرصون على المباح من الدخل. يمكن القول أن الشركات المساهمة نوعين، تلك التي يكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية أو الشركات التي تعمل في بيع الخمور ..الخ ، فهذه لا يجوز المساهمة بها البتة، وهذا ما نصت عليه قرارات المجامع الفقهية وفتاوى أفراد العلماء. إلا أن السواد الأعظم من الشركات هو ذلك الذي يكون أصل نشاطه مباح إلا أنه يمارس في عمله بعض النشاطات أو الأعمال التي لا تجوز

مثل أن يقترض بالفائدة أو يودع الأموال لدى البنوك الربوية. اختلف نظر الفقهاء المعاصرين في هذا النوع من الشركات فمن قال لا يجوز الاستثمار فيها إذ لا يختلف حكمها في نظرهم من الأولى. ومن قال لا بأس من الاستثمار فيها على المستثمر أن يقوم بتقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق له من ربح.

لقد أسست صناديق الأسهم الإسلامية على الرأي الثاني، وعلى ذلك يقوم عمل الصندوق عندئذٍ على مبدأين أساسين . وذلك كما يلي:-

- الأول: هو اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر الصندوق في البنوك أو الشركات المنتجة للمواد المحرمة.
- الثاني: أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية مثلاً ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق .
- الثالث: أن يتقيد بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود (لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم ولضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود). ولما كانت الشركات لا تخلوا من نقود وديون في موجوداتها، أعمل الفقهاء المعاصرون قاعدة للكثير حكم الكل فإذا كانت الديون قليلة كان الحكم للغالب الكثير لا للقليل وحد القلة الثلث، ولذلك إذا كانت هذه الديون أقل من الثلث كان الحكم للغالب وليس للقليل. الرابع: أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل ما يسمى البيع القصير للأسهم أو أن يشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة وما إلى ذلك .

وتمثل صناديق الأسهم اليوم أهم صناديق الاستثمار الإسلامية وهي التي تجتمع فيها الجزء الأكبر من الأموال المستثمرة في الصناديق الإسلامية.

(ب) صناديق السلع

ومن الصناديق الإسلامية ما كان نشاطه الأساس شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ونظراً إلى خصوصية عمل الصندوق، وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وان يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت أكثر هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية وليس إلى تمويل العمليات المحلية إذ يقوم المصرف مباشرة بمثل ذلك. ومن جهة أخرى فإن تطور أسواق السلع الدولية ووجود جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، تتوافر عليها الخبرات والقوة المالية أضحت تلك الأسواق مكاناً مناسباً لعمل صناديق السلع. وبخاصة بالنظر إلى حاجة المتعاملين فيها إلى تمويل المخزون. والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمونيوم والنحاس والبترول وما إلى ذلك.

ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنها تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراء بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة. ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل، أو المرابحة، أو السلم وكل تلك صيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية. ومن أهم ضوابط العمل أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية فيقع التعاقد بالبيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع بشروطه. إلا أن كثيرين يشكون في إمكانية تحقق هذا الشرط لأن أكثر من يحتاج إلى التمويل في أسواق السلع هي الشركات التجارية الضخمة التي تقتصر حاجتها إلى تمويل المخزون (Inventory Finance) فهي تمتلك السلع فتبيعها

وتشتريها صورياً للحصول على المال. ولكن للتحقق من صحة العقود سبل ممكنة وبخاصة ما يسمى بشهادات المخزن التي تثبت أن البيع واقع على سلعة موجودة.

(ج) صناديق التأجير

يعد عقد الإجارة واحداً من العقود الملائمة لعمل البنوك للإمكانيات التي يقدمها العقد المذكور في التمويل. إذ يمكن للمصارف شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار. وتعد صيغة الإيجار المنتهي بالتمليك إحدى الصيغ الأساسية في عمل البنوك الإسلامية .

ومع أن صيغة الإيجار المنتهي بالتمليك كثيرة الانتشار في عمل البنوك الإسلامية، فليس لهذه البنوك خصوصية في تطبيقها إذ هي مشهورة في كثير من البلدان وبخاصة في الدول الغربية. والباعث عليها عندهم ليس تحريم الفائدة المصرفية (كما هو الحال في البنوك الإسلامية) بل هو الميزات الضريبية لعقود التأجير.

وتنقسم عقود الإيجار إلى نوعين، مباشر وهو صيغة التمويل المعروفة حيث يقدم البنك الأموال لشراء أصل ثم تأجيره بأقساط إيجارية شهرية أو دورية بحيث يسترد رأس ماله وربحاً متفقاً عليه، ويبقى الأصل ملكاً للبنك حتى نهاية العقد عندها يباع إليه، وتأجير غير مباشر مثل أن تكون عمليات التأجير جزءاً من عمل صندوق استثماري أو تكون وحدات نمطية قابلة للتداول في أسواق منظمة. وسوف نتطرق أدناه إلى صناديق التأجير التقليدية، ثم نعرض للضوابط الشرعية لتلك الصناديق :

صناديق التأجير التقليدية:

الصندوق الاستثماري، كما ذكرنا سابقاً، هو محفظة تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتستفيد من ميزات التنويع وتقليل المخاطر والسيولة، فإذا كان غرض الصندوق هو تمويل عقود التأجير فإن هذه الأموال ستوجه إلى أحد نوعين من الاستخدامات:

- الأول: هو توليد أصول تأجيرية، بشراء الصندوق للآلات أو المعدات أو الطائرات أو العقار ثم تأجيرها إيجاراً ينتهي بالبيع إلى المستأجر، وتبقى هذه الأصول ملكاً للصندوق حتى يجري بيعها في نهاية عقودها، ويصدر الصندوق عندئذٍ وحدات تمثل ملكية مشاعة في تلك الأصول يشتريها المستثمرون. وربما الصندوق مفتوحاً أو مغلقاً، وفي كل حالة تتوفر السيولة للمستثمرين إما عن طريق الاسترداد من الصندوق أو التداول في سوق منظمة .
- الثاني: هو شراء الأدوات **Securities** التي تصدرها المؤسسات المتخصصة في التأجير وبخاصة شركات تأجير السيارات والطائرات ونحوها، وهي نوع من التصكيك **Securitization** تنشأ المؤسسات المالية حيث تقوم بإصدار أوراق مالية مقابل الدخل المتولد من أصول مؤجرة. وتتكون هذه الأوراق في العادة من ثلاثة أنواع، الأوراق العادية والأوراق الممتازة (وتسمى **Class A , Class** B) وأوراق يحتفظ بها المصدر (**Subordinated notes**) .

المخاطر في الصناديق الاستثمارية

يواجه المستثمر في الصناديق مخاطر مباشرة، وهي مخاطر الاستثمار في الصندوق ومخاطر مدير الصندوق وأخرى غير مباشرة وهي مخاطر التي يواجهها الصندوق نفسه والتي تنعكس بصورة غير مباشرة على ذلك المستثمر، ومنها:-

أولاً : المخاطر المباشرة

أ) مخاطر الاستثمار في الصندوق :

يمكن تقسيم المخاطر المباشرة المتضمنة في الاستثمار في صناديق الاستثمار إلى نوعين من المخاطر :

- مخاطر الصندوق .
- مخاطر مدير الصندوق .

ويقصد بمخاطر الصندوق تلك المخاطر التي يتعرض لها الصندوق ومن ثم تؤدي إلى فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماره .

أما مخاطر مدير الصندوق فيقصد بها احتمال فقدان المستثمر لجزء من استثماره بسبب يتعلق بالمدير ونفصل ذلك فيما يلي :

1.مخاطر الصندوق :

أ) التقلبات الاستثمارية :

وهي أكثر ما يتعرض له الاستثمار في الصناديق بارتفاع قيمة الأصول أو انخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلباً أو إيجاباً على حصة المستثمر. وتختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق، فالصناديق التي تستثمر في الأسهم تكون تقلباتها أكثر حدة من تلك التي تستثمر في الديون ذات العائد الثابت، بيد ان لكل نوع صفة الخطر الخاصة به. ومن أهم هذه المخاطر المخاطر السعرية.

ب) مخاطرة التنويع :

إن الباعث على الاستثمار في الصناديق (وليس الاستثمار المباشر) هو بصفة أساسية الحصول على مزايا التنويع . يمكن للمستثمر الكبير أن يحقق التنويع بصفة مباشرة لأنه يتوافر على الحجم من الأموال الذي يكفي لمثل هذا . ولكن

ذلك لا يتأتى للمستثمر الصغير إلا من خلال الصندوق فإذا لم يتوافر الصندوق على التنويع بالمستوى المطلوب حصلت المخاطرة، لذلك يتعرض المستثمر إلى احتمال انخفاض قيمة استثماره بسبب ذلك، ومن ثم عد ذلك من المخاطر التي يواجهها المستثمر في الصندوق.

2. **مخاطر اختيار المراكز :**

تقتصر بعض صناديق الاستثمار على بلدها فحسب إلا أن أكثرها يستثمر خارج الحدود. وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر اختيار المراكز أو ما يسمى باللغة الإنجليزية Positioning، وتتضمن مخاطر تغير الصرف الأجنبي (إذ ربما حقق الصندوق ربحاً بالعملة الأجنبية، ولكن ذلك لا يتمثل على صفة ربح للمستثمر بعملته المحلية بسبب أسعار الصرف)، والمخاطر السياسية (كتغير الحكومات)، ومخاطر عدم القدرة على نقل الأموال إلى خارج البلد الأجنبي (Cross - berder risk)، كما وقع في ماليزيا عندما جمدت أموال المستثمرين الأجانب، وفي الباكستان بعد تفجيرها القنبلة الذرية .

3. **المخاطر القانونية .**
4. **المخاطر المتعلقة بنوعية الأمين :**

أمين الاستثمار Custodian يقوم بمهمة موازية للمدير، وفي أكثر الأحيان يكون الأمين جهة مختلفة عن المدير، ومهمة الأمين هو حفظ الأوراق والمستندات والسيولة الفائضة أو المؤقتة وإتمام إجراءات العقود بالبيع ونحوه، ولذلك فإن نوعية الأمين وقدراته وخبرته تؤثر على النتائج النهائية للصندوق ومن ثم فهي تمثل مخاطرة يواجهها المستثمر في الصندوق.

5. مخاطر مدير الصندوق :

بالإضافة إلى المخاطر التي يواجهها المستثمر في الصناديق الاستثمارية والخاصة بالصندوق نفسه، فإنه يواجه مخاطر تتعلق بمدير الصندوق وهي :

أ) التزام المدير بالاتفاقية :

تنص اتفاقية إنشاء الصندوق على وظيفة المدير والمهام الملقاة على عاتقه، كما تنص القوانين واللوائح المنظمة لعمل الصناديق على طرفاً من هذه المسؤوليات، ولن يتحقق للمستثمر غرضه إلا بأن ينهض المدير بوظيفته على أكمل وجه. ولذلك فإن هذه مخاطرة يواجهها المستثمر. ولذلك يحرص المستثمرون على التعرف على الخبرة **Track Record** للمدير، وقوة المدير المالية، ولذلك نجد البنوك تنشط في مجال إدارة الصناديق لهذا السبب، ويلتزم كل مدير بفلسفة استثمارية وفي الصناديق الاستثمارية الإسلامية يلتزم المدير بمعايير استثمار محددة وبالإشراف الشرعي (من قبل هيئة أو مستشار) على عمله ولذلك يمكن القول إن المخاطرة المتعلقة بعدم الالتزام الشرعي تمثل جزءاً من هذا القسم من المخاطر .

ب) أخطاء المدير وسوء تصرفه :

وأخطاء موظفيه وإهمالهم وسؤ تصرفهم، يمكن أن يكون هناك تأمين ضد بعض أنواع التصرفات كالسرقة.

ج) خيانة المدير للأمانة :

يتوقع من المدير مستوى من الأمانة يفوق تلك العلاقة التي تنشأ بين الأجير والمستأجر ولذلك تقوم إدارة الصناديق في العرف المصرفي على ما يسمى Fiduciary. فإذا خان المدير الأمانة مثل اعتمد على غيره في الإدارة دون إذن من

المستثمرين أو أثرى على حسابهم أو نافسهم (Inside Trade) فكل ذلك مخاطر يواجهها المستثمر .

د) وجود الصلاحيات الكافية لدى المدير للتصرف :

الصندوق هو شخصية اعتبارية لها مجلس إدارة تقوم بالتعاقد مع المدير لإدارة الصندوق، وتعين له حدود التصرف والصلاحيات التي تراها مناسبة، وهو يتصرف ضمن ذلك، فإذا لم تكن هذه الصلاحيات ملائمة أو كافية ربما عجز عن أداء الوظيفة بالشكل الذي يتوقعه المستثمر .

ثانياً : المخاطر غير المباشرة :

وهي تلك التي يواجهها الصندوق في تعامله مع الجهات الأخرى، يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ) المخاطر الائتمانية :

وتظهر هذه في الصناديق المعتمدة في استثمارها على البيوع الآجلة مثل صناديق المرابحة والاستصناع .

ب) المخاطر التجارية :

مثل تغير الأسعار، وتغير أسعار الفائدة ، وأسعار السلع .

ج) مخاطر السيولة :

يحتاج الصندوق إلى بيع بعض أو كل أصوله في وقت من الأوقات. قد يكون ذلك جزءاً من إجراءاته المعتادة لغرض إعادة تكوين المحفظة أو لتوفير سيولة جاهزة لغرض الاسترداد. وقد يكون ذلك في حالات الطوارئ أو عند تصفية الصندوق، وفي كل الأحوال هناك احتمال أن لا يجد المدير من يشتري هذه الأصول عند الحاجة إلى بيعها فيواجه مشكلة السيولة، فهذه مخاطرة يواجهها أي

صندوق استثماري، والمعتاد تبني إجراءات احتياطية مثل الاتفاق مع أمين الاستثمار على الاقتراض منه عند الحاجة .

المخاطر التي يواجهها المدير تجاه المستثمرين في الصندوق

يواجه المدير مخاطر في عمله كمدير للصندوق منها :

1) **مخاطر الإفصاح:**

هل قام المدير بالإفصاح عن المعلومات الصحيحة والدقيقة، هل قام مراجع الحسابات بالمطلوب.

2) **مخاطر العاملين:**

السرقة والإهمال من قبل أحد العاملين في مؤسسة المدير قد تؤدي إلى مسؤولية تقصيرية تجاه المستثمرين يتحملها المدير.

3) **مخاطر تذبذب الدخل :**

لأن دخل المدير مرتبط بحجم الاستثمار أو بمعدل العائد .

4) مخاطر التكنولوجيا.

الفصل الثامن

المشتقات المالية وإدارة مخاطرها

المشتقات المالية وإدارة مخاطرها

مفهوم المشتقات المالية:

عرفت المجموعة الاستشارية (لنظم المحاسبة القومية) على الوجه التالي :

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر ، أو سلعة ، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية ، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين، فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار ، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر ، والتحوط ضد المخاطر ، والمراجحة بين الأسواق وأخيراً المضاربة .

تعريف صندوق النقد الدولي

المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول . وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري .

تعريف العقود المشتقة:

هي عقود تتم بين طرفين ويقتضي بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل.

استخدام المشتقات

إن استخدام المشتقات قد يعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية إلى عدد من المخاطر وهي:

1) مخاطر الائتمان.
2) مخاطر السوق مثل تغير أسعار المشتقات.
3) مخاطر التسوية.
4) مخاطر العمليات الناجمة عن عدم السيطرة.
5) مخاطر السيولة.
6) المخاطر القانونية(عدم قانونية بعض عقود المشتقات).

أنواع المشتقات المالية بحسب الغرض:

1) المشتقات المقتناة لأغراض المتاجرة

تتعلق معظم المشتقات المقتناة لأغراض المتاجرة بالمبيعات، وأخذ المراكز، وموازنة أسعار الصرف. تتعلق المبيعات بطرح المنتجات للعملاء والبنوك لتمكينهم من تحويل أو تعديل أو تخفيض المخاطر الحالية والمستقبلية. ويتعلق أخذ المراكز بإدارة مخاطر مراكز السوق مع توقع الحصول على أرباح من التغيرات الإيجابية في الأسعار أو المعدلات أو المؤشرات. وتتعلق موازنة أسعار الصرف بتحديد والاستفادة من الفروقات في أسعار الصرف بين الأسواق أو المنتجات المختلفة بغرض الحصول على أرباح من ذلك.

2) المشتقات المقتناة لأغراض تغطية المخاطر

يتبع البنك نظام شامل لقياس وإدارة المخاطر والتي يتعلق جزء منها بإدارة المخاطر التي يتعرض لها البنك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العمولات ولتقليل مخاطر أسعار العملات والعمولات لتكون ضمن المستويات المقبولة التي يقررها مجلس الإدارة بناءاً على التوجيهات الصادرة عن مؤسسة النقد العربي. وقد وضع مجلس الإدارة مستويات معينة لمخاطر العملات وذلك بوضع حدوداً للتعامل مع الأطراف الأخرى ولمخاطر مراكز العملات. تراقب مراكز العملات يومياً وتستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر لضمان بقاء مراكز العملات ضمن الحدود المقررة. كما وضع مجلس الإدارة مستوى معيناً لمخاطر أسعار العمولات وذلك بوضع حدوداً للفجوات في أسعار العمولات للفترات المقررة، يتم دورياً مراجعة الفجوات بين أسعار العمولات الخاصة بالموجودات والمطلوبات وتستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر في تقليل الفجوة بين أسعار العمولات ضمن الحدود المقررة.

وكجزء من إدارة موجوداته ومطلوباته، يستخدم البنك المشتقات لأغراض تغطية المخاطر وذلك لتقليل تعرضه لمخاطر أسعار العملات والعمولات. ويتم ذلك عادة من خلال تغطية مخاطر معاملات محددة وكذلك باستخدام إستراتيجية تغطية المخاطر المتعلقة بقائمة المركز المالي ككل، إن التغطية الإستراتيجية للمخاطر لا تخضع لمحاسبة تغطية المخاطر، وتقيد المشتقات ذات العلاقة كمشتقات مقتناة لأغراض المتاجرة.

فيجب أن يتوافر عند بدء التعامل في المشتقات في السوق عدة متطلبات:

- **وجود تنظيم داخلي بالبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر.**
- وضع الضوابط الرقابية الملائمة مثل وضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات .
- التزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في المشتقات .
- قيام البنوك بتكوين الاحتياطيات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات .
- توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد .
- رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها.
- توفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات للبنوك والمؤسسات الرقابية .

وبصفة عامة يمكن توظيف الأدوات المالية بشكل مبدئي بالسوق من خلال استخدام المشتقات البسيطة إلى أن يصل السوق إلى المستوى الراشد لاستخدام الأدوات الأكثر تعقيدا .

أدوات وخدمات المشتقات المالية

تقدم مؤسسة التمويل الدولية مجموعة واسعة ومتنوعة من أدوات إدارة المخاطر لمشروعات القطاع الخاص في البلدان النامية, بما في ذلك أدوات العملات وأسعار الفائدة، و تسهيلات إدارة المخاطر.

مؤسسة التمويل الدولية واحدة من المنظمات القليلة المستعدة لتقديم أدوات لإدارة المخاطر ذات آجال استحقاق طويلة للمتعاملين معها في البلدان النامية. وتتاح أدوات إدارة المخاطر، أو مشتقاتها، للمتعاملين مع مؤسسة التمويل الدولية لأغراض التحوط فقط.

وعن طريق إتاحة الفرصة للمتعاملين مع مؤسسة التمويل الدولية للوصول إلى أسواق المشتقات الدولية من أجل التحوط ضد التعرض لمخاطر تقلب أسعار العملات أو الفائدة أو السلع, تمكن مؤسسة التمويل الدولية الشركات من تحسين أهليتها الائتمانية وزيادة ربحيتها.

ويتمثل دور مؤسسة التمويل الدولية في سد الفجوة الائتمانية بين المتعاملين معها وبين السوق بمنح الشركات إمكانية الحصول على أدوات قد لا تتمكن من الحصول عليها مباشرة نظرا للمخاطر الائتمانية أو القطرية. وتعمل مؤسسة التمويل الدولية عادة كوسيط بين السوق وبين الشركات الخاصة في البلدان النامية.

وتعمل مؤسسة التمويل الدولية على أساس تجاري. وتستثمر بصورة حصرية في المشروعات التي تستهدف الربح وتتقاضى الأسعار السائدة في السوق مقابل أدواتها وخدماتها.

السوق المتنامية لأدوات إدارة المخاطر المالية

تتاح للمؤسسات المتمتعة بالأهلية الائتمانية في البلدان المتقدمة إمكانية الحصول على مجموعة متنوعة من الأدوات المالية للتحوط ضد المخاطر: مقايضات أسعار الفائدة والعملات، والعقود الآجلة، والعمليات الآجلة وحقوق (خيارات) البيع والشراء الخاصة بأسعار الفائدة والعملات والسلع، وغيرها من المشتقات. والمشتقات، أو أدوات إدارة المخاطر، عبارة عن أدوات مشتقة من رقم قياسي (مؤشر) أساسي، كسعر عملة أو فائدة

أو سلعة. وقد نما بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة خلال السنوات العشر الماضية.

فمنذ بدء مقايضات أسعار الفائدة والعملات في أوائل الثمانينيات، نمت سوق هذه الأدوات نموا هائلا ويبلغ حجمها الإجمالي القائم (غير المسدد) أكثر من 90 ترليون دولار أمريكي (منذ 30 يونيو 2000). ولكن الشركات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه التطورات.

إن اعتبارات المخاطر القطرية والمتطلبات الائتمانية الصارمة في أسواق المشتقات المالية قد تمنع حتى أقوى الشركات تمتعا بالأهلية الائتمانية في البلدان النامية من الوصول إلى أسواق أدوات إدارة المخاطر المالية. والأدوات المشتقة المتاحة عادة للبلدان النامية هي تلك التي تتضمن أدنى تعرض للمخاطر الائتمانية، مثل مقايضات أسعار الفائدة القصيرة الأجل والأغطية (الحدود العليا) على أسعار الفائدة.

ومع أن هذه الأدوات لإدارة المخاطر قد تكون مفيدة، فإنها قد لا توفر أكثر استراتيجيات التحوط فعالية بالنسبة لكثير من المتعاملين. وفي بعض الحالات قد يكون بالإمكان الحصول على أدوات أطول أجلا لإدارة المخاطر، ولكنها تتطلب أن تقدم الشركة المعنية ضمانا بطرق قد تكون باهظة التكلفة.

وتكيف مؤسسة التمويل الدولية أدوات إدارة المخاطر التي تقدمها بعناية لتلاءم الاحتياجات المحددة للمتعاملين معها في البلدان النامية. وتبدأ العملية بتحديد وقياس المخاطر التي تنشأ عن تعرض الشركة المعنية لتغيرات الأسعار المالية أو أسعار السلع. ثم تقدم مؤسسة التمويل الدولية المشورة إلى الشركة بشأن اختيار أدوات واستراتيجيات تحوطية بديلة استنادا إلى المستوى المفضل لتغطية المخاطر والتكاليف المرتبطة بذلك. وفي

مرحلة التنفيذ النهائية لهذه العملية، تتوسط مؤسسة التمويل الدولية بين المشاركين الرئيسيين في الأسواق وبين الشركة المتعاملة معها، مما يتيح تنفيذ الاستراتيجيات التحوطية المختارة بتكلفة مقبولة.

الميزة النسبية لمؤسسة التمويل الدولية

تتمتع مؤسسة التمويل الدولية بوضع فريد يمكنها من أن تقدم للشركات في البلدان النامية مجموعة متنوعة عريضة من أدوات إدارة المخاطر المالية. وتوفر مؤسسة التمويل الدولية عدة منافع من بينها:

1) تصنيفا ائتمانيا من الفئة A الثلاثية يتيح الوصول إلى الأسواق المالية العالمية بأفضل الشروط المؤاتية .
2) علاقات واسعة النطاق في الأسواق .
3) خبرة فنية في مجال إدارة المخاطر المالية، تحققت من الاستخدام الواسع النطاق للأدوات المشتقة في العمليات المالية الخاصة بمؤسسة التمويل الدولية، مثل التمويل، وإدارة الأصول السائلة، وإدارة الأصول والخصوم .
4) خبرة قانونية عالمية، بما في ذلك تقييم ما إذا كان مسموحا باستخدام أدوات إدارة المخاطر في البيئات التنظيمية المحلية المختلفة.

أدوات العملات وأسعار الفائدة

عند وضع الاستراتيجيات التحوطية لإدارة المخاط، يمكن للمؤسسة أن تقدم للمتعاملين معها الأدوات المتوفرة في الأسواق المالية الدولية. ونعرض أدناه رسوما توضيحية لبعض المناهج التي قد تستخدمها مؤسسة التمويل الدولية لإدارة تعرض المتعاملين معها لمخاطر أسعار العملات والفائدة. وهذه مجرد أمثلة لأدوات إدارة المخاطر

التي تقدمها مؤسسة التمويل الدولية، ويتطلب وضع كل شركة استخدام استراتيجيات وأدوات مختلفة.

التحوط ضد التعرض لمخاطر أسعار العملات

في هذا المثال، تتحمل شركة تصنيع في أحد البلدان النامية التزاما قائما بالين الياباني، يمثل تمويلا جذابا من مصدر تمويل رسمي، غير أن عائدات الشركة من الصادرات تقوم بالدولار الأمريكي بصورة رئيسية. ولذلك تعاني الشركة من عدم توافق بين العملات يعرضها لمخاطر التقلبات في أسعار صرف الين/الدولار الأمريكي.

ويمكن للمؤسسة توفير عملية مقايضة تتيح للمؤسسة فعليا تحويل التزامها بعملة غير الدولار الأمريكي إلى التزام بالدولار الأمريكي. وتتيح هذه المقايضة بين العملتين لشركة التصنيع تحويل التدفقات النقدية لخدمة الديون بالين إلى أساس عملة عائداتها بالدولار الأمريكي (أنظر الجدول أدناه). ونتيجة لذلك، يزول أثر التقلب في الدخل في المستقبل نتيجة عدم التوافق بين العملتين في هذا القرض بالذات.

أدوات العملات المحلية

ثمة حالة خاصة للتحوط ضد التعرض لمخاطر العملات هي استخدام عمليات مقايضة العملات المحلية. ونتيجة لما حدث في الآونة الأخيرة من تطوير أسواق مشتقات طويلة الأجل بعملات محلية معينة، تقدم مؤسسة التمويل الدولية حاليا أدوات بالعملات المحلية في تلك البلدان.

وكمثال توضيحي على التحوط ضد التعرض لمخاطر العملات باستخدام أدوات العملات المحلية، أمامنا حالة شركة تايلندية تحقق إيرادات مقومة بالعملة المحلية. وتحصل الشركة على تمويل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة معوم مستند إلى سعر ليبور، من منظور

إدارة المخاطر، تعاني الشركة من عدم توافق بين العملات، لأن الإيرادات بالباهت التايلندي تقابل التزامات بالدولار الأمريكي بسعر فائدة معوم.

بوسع الشركة حماية نفسها من تقلب أسعار العملات والفائدة عن طريق الدخول في عملية مقايضة بين الباهت الدولار مع مؤسسة التمويل الدولية، حيث تدفع الشركة سعر فائدة ثابتا بالباهت للمؤسسة وتحصل على سعر ليبور معوم بالدولار. ويمكن هيكلة التدفقات النقدية من هذه المقايضة بحيث توافق تماما المبالغ القائمة (غير المسددة) من أصل القرض الذي تستند إليه عملية المقايضة (على أساس جدول السداد). ونظرا لأن خدمة الديون المتعلقة بقرض الشركة المقوم بالدولار الأمريكي بسعر فائدة معوم تقابلها التدفقات النقدية التي تحصل عليها بسعر معوم من مؤسسة التمويل الدولية بموجب عملية المقايضة، فإنها تتحمل التزاما بالباهت بسعر فائدة ثابت. ونتيجة لذلك تكون عملية مقايضة العملات قد حققت للشركة فعليا تمويلا بالباهت بسعر فائدة ثابت.

التحوط ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة

في هذا المثال، ستبرم شركة كهرباء في أحد البلدان النامية عقدا طويل الأجل مع الحكومة المحلية. وبموجب شروط العقد، ستحصل الشركة على مبلغ ثابت من الإيرادات بالدولار، غير أن معظم تمويلها الطويل الأجل محدد على أساس سعر فائدة معوم، مستند إلى سعر ليبور.

بوسع الشركة حماية نفسها من تقلب أسعار الفائدة عن طريق تنفيذ عملية مقايضة لأسعار الفائدة مع مؤسسة التمويل الدولية، بحيث تدفع الشركة سعر فائدة ثابتا للمؤسسة وتحصل على سعر معوم مستند إلى سعر ليبور. ويمكن هيكلة التدفقات النقدية من هذه

المقايضة لتوافق تماما المبالغ القائمة (غير المسددة) من أصل القرض الذي تستند إليه عملية المقايضة (على أساس جدول السداد).

تسهيلات إدارة المخاطر

حين يكون لدى المتعاملين مع مؤسسة التمويل الدولية احتياجات تحوطية متعددة يحتمل أن تمتد لفترة زمنية طويلة، تقدم مؤسسة التمويل الدولية تسهيلات إدارة المخاطر. إذ يمكن أن تنشئ مؤسسة التمويل الدولية تسهيلا لإدارة المخاطر توافق بموجبه على الدخول في مجموعة متنوعة من معاملات إدارة المخاطر مع أحد المتعاملين حتى مبلغ معين من التعرض للمخاطر بشأن فترة تنفيذ محددة. ويمثل مبلغ التعرض للمخاطر نسبة مئوية من المبلغ الافتراضي الذي تستند إليه المعاملة على أساس تقديرات للمخاطر المحتملة في المستقبل. على سبيل المثال لا تخلق مقايضة أسعار الفائدة لمبلغ 10 ملايين دولار مخاطر قيمتها 10 ملايين دولار، نظرا لأن المخاطر المحتملة أو التعرض للمخاطر يستند إلى الفرق في المستقبل بين سعر الفائدة الثابت وسعر الفائدة المعوم. ونتيجة لذلك، لا يمثل التعرض المحتمل للمخاطر سوى جزء من أصل المبلغ الافتراضي.

إن تسهيل إدارة المخاطر شبيه بتسهيل ائتماني يستخدم لإجراء معاملات إدارة المخاطر، وليس القروض. ونتيجة لذلك، يمكن للمتعامل الدخول في سلسلة من المعاملات مع مؤسسة التمويل الدولية لتلبية احتياجات متغيرة في ظل أوضاع السوق المتقلبة، ويمكن للمؤسسة إنشاء تسهيلات لإدارة المخاطر لكل من الشركات والمؤسسات المالية.

التسهيلات المقدمة للمؤسسات المالية

يمكن لمؤسسة مالية في أحد البلدان النامية الدخول مع مؤسسة التمويل الدولية في معاملة لإدارة المخاطر لأسباب عديدة. على سبيل المثال، يمكن لمؤسسة مالية استخدام هذه الأدوات للتحوط ضد المخاطر الناجمة عن عدم توافق أصولها مع خصومها أو لتقديم أنواع القروض التي تعرضها على عملائها.

لننظر على سبيل المثال في حالة بنك يحصل على تمويل جذاب من السوق بالدولارات الأمريكية بسعر فائدة معوم. ولكن عملاء هذا البنك يفضلون اقتراض دولارات أمريكية بسعر فائدة ثابت حتى يثبتوا تكاليف أسعار الفائدة التي يتحملونها. ولذلك يقرض البنك عملاءه دولارات أمريكية بسعر فائدة ثابت. ولكي يزيل عدم التوافق بين أصوله وخصومه، يمكن للبنك أن يدخل في مقايضة لأسعار الفائدة مع مؤسسة التمويل الدولية حيث يدفع بموجبها للمؤسسة سعر فائدة ثابتا بالدولار الأمريكي ويحصل على سعر فائدة معوم بالدولار الأمريكي. وهكذا يكون البنك قد وسع مجموعة أدواته دون تعريض ميزانيته العمومية لمخاطر أسعار الفائدة.

منهج تطوير الأدوات الإسلامية للتحوط

وبناء على ما سبق فإن الأدوات الإسلامية المناسبة للتحوط (خاصة الأدوات القائمة على المعاوضة) هي أدوات إيجابية مولدة للثروة وإن كانت تتضمن نقل المخاطر من طرف لآخر. لكن هذا التبادل للمخاطر ليس هو أساس المبادلة، وإنما أساس المبادلة هو النتيجة الإيجابية التي تسمح بانتفاع الطرفين، أما تبادل الخطر فهو تابع لتوليد الثروة، وبهذا

يمكن للأدوات الإسلامية أن تحقق مصلحة تبادل المخاطر دون أن تؤدي إلى المفاسد التي تتضمنها المشتقات المالية.

ومن أمثلة ذلك استخدام المرابحة للتحوط من مخاطر تقلبات العملة. فبدلاً من إبرام المستقبليات على العملات مع البنك الضامن لمخاطر الصرف بعقد منفصل عن السلع المقصودة بالتبادل، يمكن ترتيب عملية مرابحة بحيث يتحمل البنك الضامن مخاطر سعر الصرف من خلال شراء السلعة المطلوبة بعملة ثم بيعها للمستفيد بالعملة الأخرى.

وإذا كانت المرابحة تستخدم للتمويل فيمكن استخدامها كذلك للتحوط، وكما أن المرابحة بغرض التمويل مقبولة شرعاً لأنها تجعل التمويل جزءً لا ينفك عن التبادل الحقيقي ويصبح المقصود النهائي من المعاملة هو النشاط المولد للثروة، فكذلك إذا كانت بغرض التحوط، فهي مشروعة أيضاً للسبب نفسه.
فالمنطق الإسلامي واحد في الأمرين، وهو ربط التعاملات المالية بالنشاط الحقيقي المنتج، وهذا الربط لا بد أن يكون على مستوى العقد وليس مجرد النية أو الهدف العام، فلا بد من تحقق شروط القبض والضمان والملكية لتكون المعاملة مقبولة شرعاً، ومن ثم محققة لأهدافها الاقتصادية.

الفصل التاسع
أساليب دراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية وإدارة مخاطرها

أساليب دراسة وتقييم المشروعات
الاستثمارية وإدارة مخاطرها

مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية:

هي عبارة عن دراسات علميّة شاملة لكافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة، والتي قد تكون إمّا بشكل دراسات أوليّة تفصيلية، والتي من خلالها يمكن التوصّل إلى اختيار بديل أو فرصة استثمارية من بين عدة بدائل أو فرص
استثمارية مقترحة.

ولابدّ أن تتصف تلك الدراسات بالدقّة والموضوعيّة والشمولية؛ فهي مجموعة من الدراسات المتخصصة التي تجرى للتأكد من أن مخرجات المشروع (منافع، ايرادات) أكبر من مدخلاته (تكاليف) أو على الأقل مساوية لها.

أهمية دراسات الجدوى الاقتصادية :

1) تعتبر دراسات الجدوى الاقتصادية من أهم الأدوات التي يستعين بها متخذ القرار الاقتصادي ، على مستوى المشروع الخاص و على المستوى القومي.
2) المساعدة في الوصول إلى أفضل تخصيص ممكن للموارد الاقتصادية التي تتصف بالندرة النسبية، و لهذا فإن دراسات الجدوى لها أهمية قصوى في الدول النامية، حيث الموارد محدودة مما يتطلب تحديد أولويات للمشروعات التي تُفيد الاقتصاد القومي.
3) توضح دراسات الجدوى الاقتصادية العوائد المتوقعة مقارنة بالتكاليف المتوقعة من الاستثمار طوال عمر المشروع الافتراضي.

4) يتوقف قرار مؤسسات التمويل فيما يتعلق بمنح الائتمان على دراسات الجدوى المقدمة لها ، و كذلك تعتمد مؤسسات التمويل الدولية على دراسات الجدوى الاقتصادية عند منح مساعداتها لإقامة مشروعات التنمية الإقليمية في الدول النامية.
5) تعرض دراسة الجدوى الاقتصادية منظومة كاملة عن بيانات المشروع و تحليلها بصورة تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.
6) توضح دراسة الجدوى الاقتصادية الطريقة المثلى للتشغيل في ضوء الاستثمارات و السوق.
7) تضع دراسة الجدوى الاقتصادية خطة أو برنامجاً لتنفيذ المشروع و تحدد أسلوب إدارة المشروع، وتحقيق التفاعل بين عناصر التشغيل و التمويل و التسويق.
8) توضح دراسة الجدوى الاستثمارات المطلوبة للمشروع ، كذلك العائد الاستثماري الذي يمكن أن يحققه المشروع في ظل فرص مدروسة تحدد بشكل كبير درجة المخاطرة في الاستثمار.
9) تساعد دراسات الجدوى في الوصول إلى قرار بشأن الاستثمار أو عدمه، حيث يتطلب الأمر كماً من المعلومات و البيانات و أسلوباً علمياً للتعامل معها و تحليلها.
10) التفكير في طرق و بدائل مختلفة، و مقارنة المشروعات و تبني الأمثل من حيث طاقة الإنتاج و الوسائل التقنية و نوعية العمالة .
11) تمت الدراسة المالية من معرفة العوائد المتوقعة و الفترة الزمنية التي يمكن أن يسترد فيها المشروع رأس المال المستثمر.

12) تساعد الدراسة في وضع الخطط و البرامج الخاصة بمراحل الإعداد والتنفيذ و المتابعة، كما تساعد أيضاً في إعداد برامج توفير المعدات و الآلات و المباني و العمالة و التدريب و تخطيط الإنتاج.
13) يعتبر توفير الموارد المالية من أهم المسائل لضمان قيام و نجاح المشروع، و تساعد الدراسة المستثمر في معرفة احتياجات المشروع من الموارد المالية و توقيتها.
14) درجة الدقة في دراسة الجدوى تمكن من الاعتماد عليها في فرص نجاح المشروع.
15) تشمل الدراسة التعرف على مقدرة المشروع على تحمل نتائج أي متغيرات أو تقلبات في الافتراضات (اختبارات الحساسية).
16) تساعد دراسة الجدوى على التعرف على المتغيرات الاقتصادية و السياسية و القانونية المتوقع حدوثها خلال عمر المشروع الافتراضي.
17) تجعل دراسة الجدوى عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية عملية متكاملة الأبعاد و تأخذ في الاعتبار جميع العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء المشروع، مما يجعل حساب المخاطر المتوقعة عملية دقيقة و بأقل درجة ممكنة من عدم التأكد.

أنواع دراسات الجدوى الاقتصادية:

أولاً: دراسات الجدوى الأوليّة

وهي عبارة عن دراسة أو تقرير أوّلي يمثّل الخطوط العامة عن كافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة، والتي يمكن من خلالها التوصّل إلى اتخاذ قرار إما بالتخلي عن المشروع أو الانتقال إلى دراسة أكثر تفصيلاً. ونتيجة لهذه الدراسة يتم التخلي عن المشروع أو الانتقال إلى الدراسة التفصيلية.

من المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الأوليّة ما يلي:

- دراسة أولية عن الطلب المحلي والأجنبي المتوقع على منتجات المشروع، ومدى حاجة السوق لها.
- دراسة أولية عن التكاليف الإجمالية للمشروع سواء كانت تكاليف رأسمالية أو تشغيلية.
- دراسة أولية عن مدى جدوى المشروع فنّياًّ، بتحديد احتياجات المشروع من العمال والمواد الأولية.
- دراسة أولية عن المواقع البديلة للمشروع المقترح، واختيار أفضلها.
- مدى تأثير المشروع على المستوى القومي، وعلى عمليّة التنمية الاقتصادية.
- دراسة أولية عن مصادر تمويل المشروع سواء كان التمويل ذاتي أومن مصادر أخرى.
- دراسة أولية عن العوائد المتوقعة (الإيرادات) للمشروع المقترح.
- بيان مدى توافق المشروع مع العادات والتقاليد والقوانين السائدة في المجتمع.

ثانياً:دراسات الجدوى التفصيليّة:

عبارة عن دراسات لاحقة لدراسات الجدوى الأولية، ولكنها أكثر تفصيلاً ودقة وشمولية منها، وهي بمثابة تقرير مفصّل يشمل كافة جوانب المشروع المقترح، والتي على أساسها تستطيع الإدارة العليا أن تتخذ قرارها، إما بالتخلي عن المشروع نهائياً أو الانتقال إلى مرحلة التنفيذ.

وتعتبر دراسات الجدوى الأولية والتفصيلية متكاملة ومتتالية، ولا يمكن الاكتفاء بدراسة واحدة لكي تكون بديلة عن الدراسة الأخرى أي ليست معوّضة، ونتيجة لهذه الدراسة يتم إما التخلي عن المشروع أو البدء بعملية التنفيذ.

مكونات دراسة الجدوى التفصيلية:

1) الدراسة السوقية.
2) الدراسة الفنية.
3) الدراسة التمويلية.
4) الدراسة المالية.
5) الدراسة البيئية.
6) المفاضلة بين المشروعات واختيار المشروع الأفضل (اتخاذ القرار).

أهمية دراسات الجدوى الفنية للمشروعات

تكمن أهمية دراسات الجدوى الفنية للمشروعات فيما يلي:

1) اختيار البدائل الفنية المختلفة التي يحتاجها المشروع، وفحص الآثار المتوقعة لتلك البدائل.
2) الحكم على مدى توفر المستلزمات الفنية لنجاح المشروع.

إن عدم دقة وكفاءة الدراسة الفنية يترتب عليه مشاكل ومخاطر مالية أو إنتاجية أو تسويقية، والتي قد تؤدي إلى فشل المشروع. ومن المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الفنيّة ما يلي:

1) **اختيار الحجم المناسب للمشروع:** وذلك للوصول إلى الحجم الأمثل الذي يتناسب مع الإمكانيات المتاحة المادية أو المالية أو الفنيّة، مع الأخذ بعين الاعتبار الدور الرئيسي لموقع المشروع الذي يحدد حجم المشروع وطاقته الإنتاجية والتكاليف المترتبة عليه والعوائد المتوقعة منه.

2) **موقع المشروع:** ويعتبر من المسائل المهمة التي تساعد في نجاح المشروع أو فشله. واختيار الموقع الملائم للمشروع يتأثر بمجموعة من العوامل منها:

- **كلفة النقل:** تعتبر من العوامل الأساسية المحددة للموقع الأمثل، التي تتمثل بكلفة نقل المواد الأولية ومستلزمات الإنتاج من السوق إلى المشروع، أو كلفة نقل السلع الجاهزة من المشروع إلى السوق، والموقع الأمثل هو الذي يحقق أقل كلفة نقل ممكنة.
- **مدى القرب أو البعد من السوق:** يعتمد هذا العامل على نوع وطبيعة الصناعة والمادة الخام المستخدمة في المشروع.
- **المادة الخام:** يتم تحديد موقع المشروع حسب طبيعة المادة الخام وهل هي فاقدة للوزن عند تصنيعها، وما مقدار نسبة الفاقد، وحجم المادة الخام ووزنها وكلفتها وكلفة النقل.
- **الطاقة:** يختلف حجم الطاقة المستخدمة من صناعة لأخرى، حسب توفر الطاقة أو عدم توفرها وكلفتها نسبة إلى التكاليف الإجمالية للإنتاج. لذلك فهو يعتبر من العوامل المحددة لموقع المشروع.
- **القوى العاملة:** يعتمد توفر القوى العاملة الرخيصة أو ذات الخبرات والمهارات على موقع المشروع، ومدى احتياجات المشروع من القوى العاملة ومن مختلف الاختصاصات.

- **درجة التوطن:** أي مدى تمركز الصناعة في المنطقة المراد إقامة المشروع فيها، وهل تعتبر منطقة جذب أم منطقة طرد، منطقة مشجعة لإقامة المشروع أم لا، ويمكن قياس درجة التوطن الصناعي في منطقة ما، وذلك بالاعتماد على الصيغة التالية:

معامل التوطن الصناعي في منطقة ما:

مجموع القوى العاملة في صناعة معيّنة في المنطقة ÷ مجموع القوى العاملة في إجمالي الصناعة في المنطقة.

مجموع القوى العاملة في الصناعة المعينـة في البلد مجموع القوى العاملة في إجمالي الصناعة في البلد.

- إذا كان معامل التوطن < 1 تعتبر منطقة جذب ومشجعة لإقامة المشروع فيها.
- إذا كان معامل التوطن > 1 تعتبر منطقة طرد وغير مشجعة لإقامة المشروع فيها.

- **التشابك الصناعي:** أي مدى العلاقات الترابطيّة بين المشروع المقترح والمشروعات القائمة، والتي من المحتمل أن يعتمد عليها في الحصول على المواد الأوليّة والخامات، أو تعتمد عليه في تزويدها بما ينتجه من سلع نصف مصنّعة. وهذه العلاقات التكاملية والترابطات الأمامية والخلفية، تشجع على إقامة المشروع من عدمه.
- **توفر أو عدم توفر البنية التحتية:** إن توفر البنية التحتية في المنطقة المراد إقامة المشروع فيها والمتمثلة بشبكات الماء، الكهرباء، الهاتف، الصرف الصحي وغيرها من العوامل التي تشجع على إقامة المشروع من عدمه.

2) تقدير كلفة المباني والأراضي اللازمة للمشروع: وهي دراسة حول كلفة المباني والأراضي اللازمة لإقامة المشروع، وذلك حسب أسعارها ومساحتها.

3) **تحديد نوع الإنتاج والعمليات الإنتاجية:** بتحديد الطريقة التي يعتمدها المُنتج في عملية الإنتاج، فهناك ثلاثة أنواع من طرق الإنتاج هي:

- **الإنتاج المستمر:** في حالة وجود طلب مستمر على الإنتاج وطيلة أيام السنة.
- **الإنتاج حسب الطلب:** وذلك حسب حجم الطلب على كل صنف يقوم المصنع بإنتاجه.
- **الإنتاج المتغير:** حيث تقوم الإدارة أو المنتج بإنتاج كمية معينة من صنف معين لفترة زمنية معينة، بعدها يقوم بإجراء تغيير للمعدات والمكائن لإنتاج صنف آخر ولفترة زمنية معينة.

4) **اختيار الفن الإنتاجي الملائم:** فهناك عدة أساليب إنتاجية لإنتاج منتج معين، وأن لكل أسلوب تكاليفه ومتطلبات لتشغيله، وأن لكل صناعة أسلوبها الإنتاجي الملائم. ولا ننسى التكنولوجيا الموجودة في السوق العالمية التي تتلاءم مع الظروف المتاحة.

5) **التخطيط الداخلي للمشروع:** ويعتمد على المساحة الكلية والمساحة اللازمة للخط الإنتاجي والمعدات المستخدمة في عملية الإنتاج، ومساحة الأقسام المختلفة التي يحتاجها المشروع.

6) **تقدير احتياجات المشروع من المواد الخام والمواد الأولية:** وهنا يتم تحديد كمية ونوعية وتكاليف المواد المباشرة وغير المباشرة ومدى حاجة المشروع لها.

7) **تقدير احتياجات المشروع من القوى العاملة:** فتختلف تلك الاحتياجات للقوى العاملة باختلاف مراحل إقامة المشروع، ويتم تقدير الاحتياجات الفعلية من القوى العاملة ومن مختلف الاختصاصات، ويمكن التوصل إلى ذلك من خلال ما

يسمى بتوصيف العمل؛ أي تحديد مواصفات الوظيفة أولاً ثم يتم اختيار الشخص المناسب الذي تتوفر فيه المواصفات المطلوبة للوظيفة.

أساليب المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية:

الأساليب الاقتصادية: وتختلف باختلاف الهدف من المشروع سواء إذا كان المشروع عام أو خاص من حيث:

- **أهمية المشروعات بالنسبة للاقتصاد القومي:** وقد تتم المفاضلة بين المشروعات العامة بحسب أهمية كل من المشروعات المقترحة بالنسبة للاقتصاد القومي. ويمكن التمييز بين المشروعات العامة وحسب أهميتها للاقتصاد القومي .
- **أهمية المشروع في عملية التنمية الاقتصادية:** وتختلف أهمية المشروع في عملية التنمية باختلاف أهداف وأحجام تلك المشروعات. المشروعات الصناعية تخدم التنمية أكثر من المشروعات الزراعية، وذلك نظرا لما يتميز به المشروع الصناعي من قدرة على زيادة في الدخل القومي وعلى توفير فرص العمل.
- **أهمية المشروع بالنسبة للأمن القومي:** في بعض الأحيان والظروف قد يتم تجاوز المعايير الاقتصادية والفنية أو المعايير الربحية للمفاضلة بين المشروعات، ويتم إعطاء أولوية للجانب الأمني مثلا أقامة مشروع زراعي وتخصيصه لإنتاج القمح بدلا من الفواكه لأن القمح يعتبر من المحاصيل الزراعية الإستراتيجية التي تمثل جزءا من الأمن القومي.
- **أهمية المشروع للقوى العاملة:** ومن المسائل الأخرى التي يمكن أخذها بعين الاعتبار عند المفاضلة بين المشروعات العامة هو تحديد مدى أثر المشروع على

القوة العاملة ليس فقط على المشروع نفسه بل قد تمتد إلى مشروعات أخرى قد ترتبط به أماميا أو خلفيا.

- **أهمية المشروع في ميزان المدفوعات:** وذلك من خلال بيان تأثيره على الحساب الجاري أو ميزان الخدمات.

2)الأساليب الفنية :دراسة كافة جوانب المشروع الفنية والتي تشمل حجم المشروع المناسب، اختيار المستوى المناسب من التكنولوجيا، واختيار القوى العاملة.

3) الأساليب المالية: إضافة إلى المفاضلة الاقتصادية والفنية بين المشروعات فأنه لابد من إعطاء أهمية إلى المفاضلة المالية. وهذا النوع من المفاضلة يتعلق باحتساب التكاليف والإيرادات والأرباح والعوائد الصافية لأموال المستثمرة، فترة الاسترداد، معدل العائد على الاستثمار، صافي القيمة الحالية...الخ.

أهمية تقييم المشروعات

إن أهمية تقييم المشروعات يمكن أن تعود إلى عاملين أساسيين هما:

1) **العامل الأول**: ندرة الموارد الاقتصادية خاصة رأس المال نتيجة لتعدد المجالات والنشاطات التي يمكن أن يستخدم فيـها.
2) **العامل الثاني**: التقدم العلمي والتكنولوجي والذي وفر العديد من البدائل سواء في مجال وسائل الإنتاج أو بدائل الإنتاج أو طرق الإنتاج، إضافة إلى سرعة تناقل المعلومات من خلال ثورة الاتصالات والمعلومات.

أسس ومبادئ عملية تقييم المشروعات

1) تقوم عملية تقييم المشروعات على إيجاد نوع من التوافق بين المعايير التي تضمنها تلك العملية وبين أهداف المشروعات المقترحة.
2) تضمن عملية تقييم المشروعات تحقيق مستوى معين من التوافق بين هدف أي مشروع وأهداف خطة التنمية القومية من جهة وبين الهدف المحدد للمشروع وبين الإمكانيات المادية والبشرية والفنية المتاحة.
3) لا بد أن يكون هناك توافق وانسجام بين أهداف المشروعات المتكاملة والمترابطة وإزالة التعارض بين أهدافها.
4) توفر المستلزمات اللازمة لضمان نجاح عملية تقييم المشروعات خاصة ما يتعلق منها بتوفر المعلومات والبيانات الدقيقة والشاملة.
5) إن عملية تقييم المشروعات هي جزء من التخطيط، كما تمثل مرحلة لاحقة لمرحلة دراسات الجدوى ومرحلة سابقة لمرحلة التنفيذ.
6) إن عملية تقييم المشروعات لا بد وأن تفضي إلى تبني قرار استثماري أما بتنفيذ المشروع المقترح أو التخلي عنه.
7) إن عملية تقييم المشروعات تقوم أساسا على المفاضلة بين عدة مشروعات أو بدائل وصولا إلى البديل المناسب.

مراحل دراسة المشروع

إن تطوير أي مشروع بدءاً بفكرته وانتهاءً بتشغيله ، هي عملية متكاملة تتم من خلال عدة مراحل متتابعة ، يطلق على هذه السلسلة المتتابعة من المراحل :

" دورة تطور المشروع " Project Cycle أو " دورة حياة المشروع "

و تتكون هذه الدورة من خمس مراحل أساسية:-

دورة تطور المشروع " Project Cycle

1) مرحلة تحديد أو تشخيص المشروع (الأفكار).
2) مرحلة إعداد أو صياغة المشروع (دراسة الجدوى).
3) مرحلة تقييم المشروع (تقييم دراسة الجدوى للتوصل إلى قرار).
4) مرحلة التنفيذ أو الاستثمار (إقامة المشروع).
5) مرحلة التشغيل (حيث تبدأ مهمة إدارة الشركة).

1) مرحلة تحديد أو تشخيص المشروع (الأفكار) Project Identification

تحديد اغلب المشروعات يمر بالأنشطة المتتابعة التالية :

أ. فكرة المشروع.
ب. عملية الغربلة لأفكار المشروعات .
ج. دراسة ما قبل الجدوى.
د. تقييم دراسات ما قبل الجدوى .

أ. فكرة المشروع

1) مرحلة الفكرة :

أي مشروع يبدأ بفكرة تخطر في ذهن أحد الأشخاص لإقامة مشروع معين لإنتاج سلعة أو تقديم خدمة معينة ويظل هذا الشخص في حالة قلق دائم ، وتظل هذه الفكرة

تضغط بشدة وتحدث توترا لديه إلى أن يستطيع إقناع آخر أو آخرين ، فيتم الانتقال للمرحلة التالية .

2) **مرحلة توصيف الفكرة:**

وهي أكثر المراحل أهمية ، حيث يتم فيها تشخيص الفكرة بأبعادها المختلفة من حيث الشكل ، المحتوى،الوظيفة ، الأداء، المتطلبات .

مصادر فكرة المشروع

- دراسة إحلال الواردات.
- دراسة المصادر المحلية للخامات.
- دراسة المهارات المحلية.
- استخدام تكنولوجيا جديدة.
- مراكز الأبحاث.
- دراسة الصناعات الحالية.
- فحص علاقات التشابك الصناعي و تحليل المدخلات و المخرجات.
- استخدام القوائم الصناعية.
- الخبرة السابقة للمستثمر و زيارة المعارض الدولية.
- دراسة التشريعات الجديدة.
- مراجعة المشروعات القديمة (التي لم تنفذ او ربما لم تكن مجدية في السابق).
- تلبية الاحتياجات الأساسية للجماهير.
- تحديد المشروعات على أساس التكامل الإقليمي.

- تحديد المشروعات العامة على أساس متطلبات الهياكل الأساسية.
- استقصاء المؤسسات و المشروعات الصناعية القائمة.
- برامج و اتفاقيات التعاون المشترك.

ب. عملية الغربلة لأفكار المشروعات

تم بمرحلتين هما :

- حذف أفكار المشروعات المشكوك في نجاحها.
- تقييم و ترتيب أفكار المشروعات.

المرحلـــة الأولى:

وتتمثل في عملية حذف أفكار المشروعات المشكوك في نجاحها باستخدام طريقة " استمر أو لا تستمر ".

وذلك بالإجابة على الأسئلة التالية :

1) هل هناك أية قيود او احتكارات أو أسباب أخرى تحول دون توفر أحد عوامل الإنتاج أو توفره بتكلفة عالية .
2) هل رأس المال المطلوب مغالي فيه .
3) هل إنتاج المشروع محضور (مثل الأسلحة).
4) هل يؤدي القيام بالمشروع إلى مخالفة القواعد الحكومية (تلوث البيئة).
5) هل يتعارض المشروع مع سياسات الدولة أو القيود التي تفرضها.
6) هل هناك صناعة احتكارية مؤثرة في البلد.

المرحلـــة الثانية:

وتتمثل باستخدام مصفوفة تقييم و ترتيب أفكار المشروعات حيث يتم تقييم المشروعات وإعطاء كل منها قيمة نسبية لكل عنصر من العناصر الآتية:

1) **جوانب السوق**

- ✓ تقدير الطلب.
- ✓ نظم البيع والتوزيع.
- ✓ فرص التصدير.
- ✓ الوضع التنافسي.
- ✓ احتمالات زيادة الطلب في المستقبل.

2) **الجوانب المالية**

- ✓ تكاليف الإنتاج.
- ✓ أرباح الشركات المشابهة.

3) الجوانب الفنية

- ✓ الحجم الاقتصادي للمشروع.
- ✓ المواد الخام والآلات والمعدات.
- ✓ القوى العاملة.
- ✓ مدى توفر رأس المال المطلوب.
- ✓ مدى توفر الكوادر الإدارية و تكلفتها.

ج. دراسة ما قبل الجدوى Pre-feasibility Study

دراسة مبدئية تشمل اغلب جوانب دراسة الجدوى الكاملة و لكن بصورة اقل تفصيلا.

أهداف دراسة ما قبل الجدوى

- التحقق من انطباق أهداف المشروع مع سياسية الدولة و عدم تعارضه مع الأنظمة.
- تحديد مدى جدوى القيام بدراسة جدوى تفصيلية.
- تعيين جوانب المشروع التي تحتاج إلى تركيز خاص أثناء دراسة الجدوى الكاملة.

من يقوم بدراسة الجدوى المبدئية :

يمكن أن ينفذ دراسة ما قبل الجدوى أي من ما يلي :

- المستثمر نفسه.
- المكاتب الاستشارية.
- مؤسـسات تشجيع الاستثمار.
- المؤسسات التنموية.
- الجهات الحكومية المعنية بهذه المشروعات.

د. تقييم دراسات ما قبل الجدوى

يجدر بنا أن نعلم بأن دراسات ما قبل الجدوى هي أخر أنشطة المرحلة الأولى من مراحل دورة حياة المشروع وهي مرحلة تحديد أو تشخيص المشروع، و تبدأ بعدها المرحلة الثانية وهي مرحلة إعداد أو صياغة المشروع (إجراء دراسة الجدوى التفصيلية).

ولكي يتم تقييم دراسات ما قبل الجدوى فعلينا إتباع ما يلي :

1) إعطاء وزن نسبي لكل عامل من عوامل تقييم دراسات ما قبل الجدوى لكل مشروع.
2) نستخدم مصفوفة للمفاضلة بين القيم المحددة للمشاريع.

3)إعداد و صياغة المشروع "دراسة الجدوى"

إن عملية إعداد أو صياغة المشروع هي المرحلة الثالثة من مراحل دورة حياة المشروع وهي مرحلة إجراء دراسة الجدوى التفصيلية .

ومما يتوجب إدراكه أن دراسة الجدوى تتناول الطرق والبدائل المتاحة والمختلفة لتحقيق الغرض من فكرة المشروع . وهي تعتبر وثيقة أساسية يتخذ على ضوئها قرار الاستثمار النهائي في المشروع.

ولعلنا نبدأ بتعريف دراسة الجدوى، دراسة الجدوى هي :

الدراسة التي تحدد الطاقة الإنتاجية للمشروع في موقع مختار، و باستخدام تكنولوجيا أو تكنولوجيات ترتبط بالمواد والمدخلات المحددة ، وبتكاليف استثمارية وإنتاجية محددتين ، وبربح للمبيعات يدر عائداً محدداً على الاستثمار .

وبتجزئة التعريف فإننا نستطيع تحديد العناصر التالية-

1) تحدد الطاقة الإنتاجية للمشروع.
2) في موقع مختار.
3) باستخدام تكنولوجيا أو تكنولوجيات.
4) ترتبط بالمواد والمدخلات المحددة .
5) وبتكاليف استثمارية وإنتاجية محددتين .
6) وبربح للمبيعات يدر عائداً محدداً على الاستثمار .

جودة دراسة الجدوى :

تعتمد جودة دراسة الجدوى لأي مشروع على:

- مدي توافر وجودة ودقة البيانات والمعلومات.
- فريق الدراسة و تكاليف الدراسة.
- حجم المشروع ومستوى الدقة والتفصيل المطلوبتين.

البيانات و المعلومات المطلوبة لعمل دراسة الجدوى تصنف البيانات و المعلومات إلى 3 مجموعات:

1) البيانات التسويقية.
2) المعلومات الفنية.
3) بيانات أخرى : مثل شروط القروض، متطلبات الجهات الحكومية.

فريق الدراسة:

يعتمد حجم فريق دراسة الجدوى على نوع وحجم المشروع كقاعدة عامة فإن دراسة الجدوى لأي مشروع متوسط الحجم لابد وأن يتكون على الأقل من مهندس ومحلل مالي و للمشاريع الكبرى يزداد العدد و التخصصات.

مهام رئيس الفريق :

جرت العادة على أن يكون لرئيس الفريق دور في المشاركة في اختيار الأعضاء، ويكون مسؤول عن المهام التالية :

1) وضع الخطة.
2) توزيع الأنشطة.

3) التنسيق بين الأعضاء.
4) اتخاذ قرارات حسب الظروف.
5) متابعة التنفيذ .

تكاليف دراسة الجدوى

من الصعب وضع أرقام نمطية لتكلفة دراسة الجدوى والتي يعتمد تقديرها على مجموعة كبيرة ومتداخلة من العناصر مثل الأجور ، تكاليف السفر، السكن ، الرسومات، الطباعة، والتكاليف الإدارية وهناك تقديرات استرشادية لتكلفة دراسة الجدوى.

- للمشروعات الصغيرة 1- 3 % من التكاليف الاستثمارية.
- للمشروعات الكبيرة 0,2 - 1 % من التكاليف الاستثمارية.

محتويات دراسة الجدوى:

هناك بعض المحاولات لوضع قائمة استرشادية من قبل بعض المؤسسات مثل :

- اليونيدو.
- البنك الدولي للإنشاء و التعمير.
- الكتب المرجعية المستخدمة للتعريف بدراسة الجدوى .

اختيار المشروع وتحديد نوع الدراسات المطلوبة:

1) التعرف على مصادر أفكار المشاريع.
2) دراسة ما قبل الجدوى.
3) أهمية دراسة الجدوى وتحديد البيانات المطلوب إعدادها.

الدراسات الفنية (اختيار التقنية والجوانب الفنية الأخرى)

1) اختيار التقنية وتحديد وسائل الحصول عليها.
2) اختيار موقع المشروع.
3) مخططات المشروع.
4) تحديد المواد الخام والمدخلات المطلوبة للمشروع.
5) تحديد الآثار البيئية الناجمة عن المشروع.

دراسة السوق:

1) عناصر تحليل الطلب على السلعة.
2) تحديد العوامل التي تؤثر في الطلب.
3) تحليل الطلب حسب شرائح السوق.
4) استخدام الاستقصاءات الميدانية لدراسة الطلب.
5) دراسة الوضع التنافسي.
6) تقدير توقعات التصدير لإنتاج المشروع.
7) تقدير حجم الطلب الحالي والطلب المتوقع مستقبلاً.

أساليب التنبؤ بالطلب:

1) الأساليب البسيطة.
2) الأساليب الأكثر تطوراً.
3) تحديد الطاقة الإنتاجية وعمل خطة الإنتاج.
4) تسعير السلعة.
5) تحديد استراتيجيات الإعلان والترويج ووسائل تنفيذها.
6) تحديد نظام التوزيع ووسائل النفاذ إلى السوق.
7) تقدير المبيعات.

الجوانب التنظيمية والإدارية

1) تـنظيم المشروع وإدارته.
2) تحديد الاحتياجات من القوى العاملة.
3) تدريب القوى العاملة.

التحليل المالي والاقتصادي

1) المصطلحات الفنية المستخدمة في التحليل المالي والاقتصادي.
2) رأس المال العامل.
3) وسائل تمويل المشروع.
4) الميزانية العمومية.
5) التدفق النقدي.
6) معايير ربحية المشروع.
7) المعايير البسيطة (المعدل البسيط للعائد وفترة الاسترداد).
8) المعايير المخصومة (صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي).
9) معايير قياس المخاطرة (تحليل الحساسية وتحليل نقطة التعادل).

أدارة المخاطر في المشروعات:

المخاطر في المشاريع الإنشائية وأهمية إدارة تلك المخاطر من جوانب كثيرة، وذلك بالإجابة على الأسئلة التالية:

- ما المقصود من تحليل وإدارة المخاطر في المشروع ؟
- ماذا تتضمن المخاطر في المشروع ؟
- كيفية تحليل وإدارة مخاطر المشروع ؟
- ماذا نستخدم تحليل وإدارة المخاطر في المشروع ؟

- من المستفيد من استخدام إدارة المخاطر ؟
- ما هي التكلفة اللازم استخدامها ؟
- متى يجب علينا استخدام تحليل وإدارة المخاطر ؟
- هل هي مناسبة لجميع المشاريع؟

إن الإجابة على هذه الاستفسارات ستوضح الصورة لصانعي القرار بأهمية إدارة المخاطر في جميع المشاريع ليس للمقاول فقط بل حتى للمالك ولجميع مدراء المشاريع،

كما يلي:

أولاً: ما المقصود من تحليل وإدارة المخاطر في المشروع؟

إن تحليل وإدارة مخاطر المشروع عبارة عن العملية التي تمكن من معرفة المخاطر وتحليل تلك المخاطر باستخدام الطريقة المناسبة، ومن ثم وضع الحل المناسب الذي يزيل ذلك الخطر أو يقلل من آثاره.

وبشكل آخر فهي العملية التي تزيد من نجاح وإنهاء المشروع من منظور التكلفة والوقت والمواصفات، بأقل ما يمكن من مشاكل. إن المخاطر التي توجد عنها بيانات كافية يمكن لنا تقديرها إحصائيا لأنه لا يمكن أن يكون هناك مشروعان متشابهان. وفي الغالب التعامل مع المخاطر في المشاريع يختلف من وضع لآخر حيث وجود بيانات كافية للأخذ بها للتقدم والمعرفة الفعلية للمخاطر. قد تطورت عملية تحليل وإدارة المخاطر وتم استخدام الحاسب الآلي للتحليل وهناك عدة أساليب أهمها على سبيل المثال لا الحصر مونتاكارلو شجرة القرارات.

ثانياً: ماذا تتضمن المخاطر في المشروع

إن الخطوة الأولى هي معرفة أن المخاطر تنشأ كنتيجة وعاقبة للالتباس وعدم القدرة على التنبـــؤ (**Uncertainty**)وفي كل مشروع توجد مخاطر والالتباسات (**Uncertainty**) من أنواع مختلفة كما هو موضح بالأمثلة التالية:

- عدم تأسيس إدارة مالية، وإدارية بعد في المنظمة.
- التقنيات المستخدمة لم يتم التحقق منها بعد.
- المصادر غير متوفرة بالمستوى المطلوب.
- ظروف الموقع الغير متوقعه

كل ما ذكرناه من الالتباسات (Uncertainty) ومخاطر تسبب فشل المشروع. والفشل هو عدم التقيد بميزانية المشروع والموعد المحدد لنهايته والإنجاز حسب الأهداف المحددة.

ثالثاً: تحليل وإدارة مخاطر المشروع

هي عبارة عن عمليات صممت لإزالة أو تخفيف من آثار المخاطر التي تهدد إنجاز أهداف المشروع. وإن المحللين والمختصين في مجال المخاطر والمدراء وضعوا تصورات جيدة ومتنوعة لهذه العملية ولتبسيط العملية فإن إدارة المخاطرة تنقسم إلى خطوتين أساسيتين بعد أن يتم التعرف على مواطن المخاطر في المشروع وهما-:

1) تحليل المخاطر، قياس المخاطر.
2) إدارة المخاطر.

1) تحليل المخاطر: إن هذه الخطوة من العملية تنقسم إلى مرحلتين:

- مرحلة تحليل نوعي: التي تركز على التقدير التعريفي والموضوعي للمخاطر.
- مرحلة تحليل كمي :التي تركز على المنظور والمردود التقديري والإحصائي للمخاطر ، وكما ذكرنا سابقا فإن هناك عدة طرق لعملية التحليل ولمزيد من الإيضاح يمكن الرجوع المراجع المذكورة أدناه.

2) **إدارة المخاطر**: تعرف إدارة المخاطر بأنها العمليات التي تحتوي على أسلوب للتحكم بالمخاطر سواء كانت هذه المخاطر في مجال العمل ، الجدولة، التكلفة، العقد، في الجودة أو في المـوارد، وتتضمن إدارة المخاطر الآتي :-

1) تحديد المقاييس الوقائية لتجنب المخاطر أو تخفيف حدة تأثيرها.
2) إنشاء خطط طوارئ للتعامل مع المخاطر عند حدوثها.
3) البدء في عمل أقصى ما يمكن لتخفيف الالتباس (Uncertainty) من خلال جمع المعلومات الجيدة.
4) وضوح الرؤية لدى صانعي القرار.

كما أن هناك استراتيجيات في إدارة المخاطر كالآتي-:

1) إزالة المخاطر في المشروع.
2) التقليل من المخاطر.
3) نقل هذه المخاطر بعمل التأمين المناسب.
4) المشاركة في المخاطر عن طريق مقاولو الباطن.
5) قبول هذه المخاطر إذا كانت بسيطة أو احتمال وقوعها قليل جداً.

رابعاً: لماذا نستخدم تحليل وإدارة المخاطر في المشروع

توجد عدة أسباب لاستخدام تحليل وإدارة المخاطر في المشاريع وأهم سبب رئيسي هو أنها تجني فوائد عظيمة ذات دلالة تتعدى حدود التكلفة الخاصة بها. ويمكن إجمال الفوائد في تطبيق تحليل وإدارة المخاطر كالآتي:

- فهم جيد للمشروع ويقودنا هذا الفهم إلى تكوين خطط واقعية ومنطقية في تقدير تكلفة المشروع وتحديد مدة المشروع.
- الفهم الجيد للمخاطر في المشروع يمكن جميع الأطراف المتعلقة بالمشروع من معرفة التعامل مع تلك المخاطر.
- الفهم الجيد للمخاطر بالمشروع التي بدورها تساعد على الاختيار الأنسب لنوع العقد.
- معرفة المخاطر في المشروع تسمح بتقدير منطقي مدروس بعيداً عن العشوائية لاحتياطي الطوارئ الذي يعكس فعلا المخاطر وكذلك يوجه بعدم تشجيع قبول مشاريع غير فعالة من الناحية المالية.
- المساهمة في بناء معلومات إحصائية للمخاطر تساعد في التصميم الجيد للمشاريع المستقبلية.
- تسهيل الأخذ بالمخاطر الكبيرة بمعقولية أكثر مما يزيد الفائدة المكتسبة من الأخذ بالمخاطر.
- المساعدة في التمييز بين الحظ والإدارة الجيدة وبين سوء الحظ والإدارة السيئة

خامساً: من المستفيد من استخدامها

- المقاول الذي يهمه أن يعرف مواطن المخاطرة في المشروع وقام بتحليل تلك المخاطر وعلى ضوء ذلك وضع العرض المناسب والمنافس.

- المالك الذي يهمه معرفة العرض المناسب له، وذلك بمعرفة من المقاول الذي وضع العرض وقدره بأسلوب علمي. حتى لا يتورط مع مقاول مغامر أو جاهل بمخاطر المشروع.
- مدراء المشاريع الذين يرغبون في تحسين نوعية أعمالهم والذي يرغبون في أن تكون مشاريعهم حسب التكلفة المرصودة والوقت المحدد وحسب المواصفات المطلوبة.

سادساً: ما هي التكلفة لزوم استخدامها

إن التكلفة اللازمة لاستخدام عملية تحليل وإدارة المخاطر يمكن أن تكون قليلة كتكلفة يوم أو يومين من وقت الشخص وكحد أقصى من 5% - 10% من قيمة تكلفة إدارة المشروع.

والتكلفة تعود إلى الدقة المطلوبة وحجم المشروع وتعقيده، وكنسبة مئوية من إجمالي تكاليف المشروع فإنها تعتبر ضئيلة نسبياً، وجدلاً فأن التكلفة المستهدفة تعتبر كاستثمار في حالة تعريف المخاطر أثناء عملية التحليل والإدارة وإلا ستظل غير معروفة إلى أن يصبح الأمر متأخراً لتداركه.

أما بالنسبة للوقت فإن الوقت اللازم لتحليل المخاطر يعتمد على مدى توفر المعلومات. ويحتاج ما بين شهر إلى ثلاثة أشهر وفقاً لدرجة تعقيد المشروع وامتداد تحضير الخطط والمبالغ المرصودة للتحليل. وإن ما تحتاجه من موارد هو شخص واحد أو اثنين لديهم معرفة بإدارة المخاطر ولديه خبرة في استخدام أساليب تقنية تحليل وإدارة المخاطر.

وعلى أي حال في حالة عدم توفر ذلك في المنظمة فإنه يمكن جلب أخصائيين من خارجها.

سابعاً: متى يجب استخدام تحليل وإدارة المخاطر في المشروع

إن تحليل وإدارة المخاطر في المشروع تعتبر عملية مستمرة ويمكن أن تبدأ في أي مرحلة من دورة المشروع ويمكن أن تدوم وتستمر إلى أن تصبح تكاليف استخدامها أكثر من فائدتها المحتملة والتي يمكن كسبها. ويتقدم المشروع تقل المخاطر، وبهذا فإن فعالية استخدام تحليل وإدارة المخاطر تميل إلى التقلص لذلك فإنه من المستحسن استخدامها في الأطوار المبكرة من دورة حياة المشروع.

ثامناً: هل هي مناسبة لجميع المشاريع

من خلال ما ذكرناه سابقاً يقول كثير من المستخدمين وذوي الاختصاص في تحليل وإدارة المخاطر أن الإجابة على هذا السؤال ومن واقع الخبرة فإنها كذلك. لأنه لا يوجد مشروع ليس به مخاطر بل جميع المشاريع بها مخاطر وأن تحليل تلك المخاطر بعد التعرف عليها ومن ثم إدارتها تعتبر جزءاً مكمل لإدارة المشروع ومن دون ذلك سيكون المشروع عرضة للفشل.

الفصل العاشر

أسواق رأس المال الاستثمارية

أسواق رأس المال الاستثمارية

<u>أنواع أسواق المال:</u>

تصنف أسواق المال إلى نوعين أساسين هما:

1) أسواق رأس المال: ويقصد بها سوق الأوراق المالية (البورصة).
2) سوق النقد: ويقصد به الجهاز المصرفي (البنوك).

ونظراً لتعدد المعايير التي تتحكم في أسواق رأس المال فإن الاقتصاديين يميلون على تقسيم تلك الأسواق إلى عدة أنواع، وفقاً للمعايير التي تتحكم فيها وذلك على النحو التالي:

1) **أجل الأوراق المالية، وهذه تقسم إلى:**

أ. أسواق رأس المال طويلة الأجل ومتوسطة الاجل: وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الاجل، مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

ب. اسواق النقد: هي الأسواق التي تتداول فيها الادوات المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة.

2) **طريقة التداول، حيث تقسم الأسواق إلى:**

أ. أسواق حاضرة: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشترين.

ب. أسواق آجلة: هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.

3) طبيعة عمل الأسواق، وتنقسم إلى:

أ. أسواق أولية: هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، الأسهم والسندات والأسهم الممتازة؛ ولذلك يطلق عليها أيضاً سوق الإصدار، وتختص بها الجهات المخول لها منح تراخيص الشركات.

ب. أسواق ثانوية: هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعا عبر السماسرة والوسطاء؛ ولذلك يطلق عليها سوق التداول (البورصة).

4) درجة تنظيم السوق، وتنقسم إلى:

أ. سوق منظمة: يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، حيث تتصف هذه السوق بالآتي:

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.
- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقاً لقواعد معينة.

ب. سوق غير منظمة: سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض إلى جانب الأنواع السابقة توجد أنواع أخرى لأسواق رأس المال تتمثل في:

▪ السوق الثالثة: هي قطاع من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه

السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

- **السوق الرابعة:** ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحسابات الآلية؛ لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، اللذين يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

البضاعة المتداولة في السوق:

تعد الأوراق المالية وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية، وتمثل الورقة صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد، أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا، فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيباً في أصولها، وإن كان ليس من حقهم المطالبة به، لاسيما وأن المنشأة ما تزال مستمرة.

كذلك فإن لحملة السندات نصيبا في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيبا في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة مقابل السندات المصدرة، أو في الأصول بصفة عامة، وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية:

1) **مخاطرة سعر الفائدة:** هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية.
2) **مخاطر السوق:** هي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل، كالركود الاقتصادي أو الحروب.
3) **مخاطر التضخم**: ففي حالة التضخم، يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون (مثل في حالة السندات الحكومية).
4) **مخاطر الأعمال**: هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة. على سبيل المثال، يمكن أن تواجه شركة محلية لصنع السيارات منافسة قوية من منتجين أجانب.
5) **المخاطر المالية:** هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال الشركة.
6) **مخاطر السيولة**: هي مدى صعوبة بيع وشراء هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي.
7) **مخاطر سعر الصرف**: هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولاسيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية.
8) **المخاطر السياسية:** تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي.

وظائف سوق الأوراق المالية (سوق الأسهم – البورصة):

1) تؤمن البورصة سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة. وتعني السيولة هنا إتاحة الفرصة للمستثمر لأن يبيع أوراق مالية فورا، وبأسعار لا تختلف إلا قليلاً عن أسعار البيع السابقة.
2) وتشجع ميزة السيولة هذه المستثمرين على اختلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية إما من السوق الأولي أو من السوق الثانوي.
3) يشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولي، لمعرفتهم والمستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود السوق التالية (الثانية)، إن وجود بورصة أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق مما يخفض من خطر ضمان هذه الإصدارات.
4) تقوم البورصة بتقييم وتحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء آخر المعلومات عنها، من خلال عمليات التداول (الشراء والبيع) ما بين عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم بعضا، أي أن التقييم يتم على أسس موضوعية لا يدخل فيها العامل الشخصي. تعمم البورصة أسعار تداول الأوراق المالية على كافة المستثمرين الفعليين والمحتملين فور تشكلها (حدوثها) من خلال وسائل الإعلام والاتصالات.
5) تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها. وعليه فإن

الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفوءة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق. أما الشركات التي تعاني من سوء الأداء، فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية، لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

6) تلزم قوانين أسواق رأس المال الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآتية والدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمارات.

7) تراقب إدارات أسواق الرأسمال عمليات التداول في ردهات البورصة أو على شاشات الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار. طبعا الهدف الأساسي هو حماية المستثمرين، خاصة الصغار منهم.

8) تساهم البورصات في تشجيع عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع، وذلك بتجميع المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في الاستثمارات الأكثر إنتاجية. إذ أن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي (يجب أن) توفرها البورصات (حتما) تشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف إدخاراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لهذه الشركات رأسمال الملكية ويخفض تكاليف التمويل بالأسهم.

9) يؤدي تزايد عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع إلى تسارع معدلات النمو الاقتصادي.

خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية

1) **السيولة:** تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصومات و / أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة.
2) **استمرارية السعر:** تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة. وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار. والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.
3) **عمق السوق**: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشترين (أوامر شراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشترين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى تقليص أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين من مستثمرين ومضاربين).

4) **شمولية السوق:** تتميز الأسواق المالية بالشمولة (أو الوساعة)، إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلاً، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، فإن السوق تكون ضيقة. وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا.

5) **حيوية السوق:** عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن. وعندما تنهمر الأوامر على السوق أثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية، يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقا، ويتم انجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا. ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

6) **كفاءة المعلومات (أو التسعير)،** يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية. هذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية. إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر.

<u>أنواع الأدوات المالية</u>

أنواع الأدوات المالية التي يتم تداولها من خلال:

1) أسواق النقد:

تتعامل أسواق النقد بالأدوات المالية القصيرة الأجل، أي التي تقل فترة استحقاقها عن السنة وتشكل المصارف التجارية المؤسسات المالية الرئيسية العاملة في أسواق النقد، إضافة إلى شركات صرافة العملات، والوكلاء المتخصصين في التعامل بأذونات الخزينة وأنواع الأوراق المالية القصيرة الأخرى.

من الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد يمكن ذكر الودائع المصرفية ودائع لأجل وودائع الادخار ، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، صناديق استثمار السوق النقدي، واذونات الخزينة.

ويعتبر المصرف المركزي (**Central Bank**) أهم المؤسسات المشاركة في أسواق النقد كونه السلطة النقدية التي تضع وتدير السياسة النقدية بما يتناسب مع الأوضاع الاقتصادية وأهداف السياسة النقدية. ويقوم المصرف المركزي بمراقبة النظام المصرفي، ويؤدي دور الوكيل لوزارة المالية في إدارة عمليات إصدار اذونات وسندات الخزينة وتسديد الإصدارات المستحقة منها.

تقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة القصيرة الأجل أو ما يسمى معدلات سوق النقد. ويدخل في عداد معدلات سوق النقد عدد كبير من معدلات الفائدة. لعل أبرز معدلات سوق النقد هي معدل إعادة الخصم، الذي يتقاضاها المصرف

المركزي من المصارف التي تقترض منه، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين المصارف ومنها مثلا، معدلات الفائدة على شهادات الإيداع، ومعدلات الفائدة على الأوراق التجارية، ومعدلات الفائدة على القبولات المصرفية، ومعدل الفائدة الفضلى الذي تتقاضاه المصارف من أحسن زبائنها في الأهلية الائتمانية، وغيرها من معدلات الفائدة السائدة على أدوات السوق النقدية الأخرى بما فيها عوائد أذونات الخزينة.

2)أسواق المال:

تتعامل أسواق المال بالأدوات المالية الطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة. نذكر من أدوات سوق الرأسمال الأسهم والسندات والخيارات والعقود المستقبلية. ويمكن تصنيف أسواق الرأسمال أساساً إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية ولكن قد توجد أيضا أسواق ثالثة ورابعة وهنا الأسواق هي:-

أولاً: أسواق الرأسمال الأولي

هي الأسواق التي يتم فيها ترويج وبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة. وتتم العملية من خلال بنك استثمار رئيسي ضمن الإصدار، بالنسبة لإصدارات الأسهم هناك نوعين من الإصدارات:

النوع الأول: إصدارات أسهم لشركات مساهمة لها أسهم قائمة في السوق وتحتاج إلى أموال ملكية لتمويل توسعاتها الرأسمالية فتعمد إلى إصدار أسهم جديدة.

والنوع الثاني: إصدارات أسهم لشركات جديدة تصدر أسهمها لأول مرة ويضمنها بنك الاستثمار. وتدعى طريقة الإصدار الثانية اكتتاب عام أولي ويتميز سوق

الرأسمال الأولي بأن حصيلة بيع الإصدار تذهب إلى الشركة صاحبة الإصدار. والأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق الأولي هي الأسهم والسندات والأوراق القابلة للتحويل إلى أسهم، أما المؤسسات الرئيسية التي تعمل في سوق الرأسمال الأولي فهي بنوك الاستثمار.

بالنسبة لسندات الخزينة، يقوم المصرف المركزي نيابة عن وزارة المالية (الخزانة) بطرحها في مناقصات (عطاءات تنافس) لتحديد العائد عليها وبالتالي سعر البيع. تحدد وزارة المالية عادة حجم الأموال التي تحتاجها (القيمة الاسمية للسند معروفة) وتاريخ استحقاق الإصدار.

تقدم العروض إلى المصرف المركزي من مؤسسات استثمارية (بنوك،صناديق الاستثمار، صناديق تقاعد، شركات تأمين، مؤسسات استثمار متخصصة في السندات الحكومية، الخ). ومن مستثمرين أفراد تنقل المعلومات إلى وزارة المالية التي تحدد بالنهاية عرض العائد الأدنى، وبالتالي سعر السند الأعلى المقبول (العلاقة عكسية ما بين العائد وسعر السند)، وتحدد على ضوء العروض المقدمة حجم الاقتراض الذي ترغب به وزارة المالية في هذا الإصدار.

تجدر الإشارة هنا إلى أن المؤسسات المالية المتنافسة على إصدار سندات الخزينة تهدف عادة إلى الحصول على أعلى عائد ممكن ضمن مقيدات المنافسة التي يفرضها المصرف المركزي برغبته في الحصول على أدنى عائد ممكن لتخفيض تكلفة خدمة الدين على الدولة إلى الحد الأدنى وبيع الإصدار بأعلى سعر ممكن.

كذلك يتلقى المصرف المركزي عادة عروض تنافسية من مستثمرين مستعدين لدفع السعر الوسطي للسند الذي تفرزه مناقصات (عطاءات) منافسة العائد.

ثانياً: بنوك الاستثمار

تعتبر بنوك الاستثمار أهم المؤسسات المالية العاملة في أسواق الرأسمال الأولية. وتسمية هذه المؤسسات المالية ببنوك قد لا تكون دقيقة لأنها لا تشبه البنوك كثيرا. فهي لا تقوم بجمع الودائع، ولا هي تقوم بمنح القروض والتسهيلات. كذلك فإن الإشارة إلى هذه البنوك على أنها للاستثمار ليس دقيقا أيضا.

إذ أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة. تقوم بنوك الاستثمار بشراء إصدارات الأوراق المالية من الشركات المصدرة بهدف بيعها إلى المستثمرين النهائيين في أسرع وقت ممكن. والسرعة هنا أساسية لتمكين بنك الاستثمار من تحرير أمواله الخاصة (أموال رأسمال الملكية والاقتراض أحيانا) لإعادة استعمالها في إصدار آخر. ويمثل الفارق ما بين سعر البيعي وسعر الشراء (سعر البيع هو الأعلى) الربح الذي يحققه بنك الاستثمار مقابل أخذه مخاطر الإصدار المتمثلة في احتمال أن ينخفض سعر البيع إلى اقل من سعر الشراء، وتقوم بنوك الاستثمار بنشاطات أخرى نذكر أن ينخفض سعر البيع إلى أقل من سعر الشراء.

أدوات الاستثمار في السوق النقدي

شهادات الإيداع:

يمكن تعريفها بأنها شهادة تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ لديها لمدة محدودة، بدأ من تاريخ إصدار الشهادة وانتهاء بتاريخ استحقاقها وتحمل سعر فائدة معين.

أما أهم مميزات شهادات الإيداع كانت:

1) الضمان للالتزام المالي المباشر على البنك المصدر لها لكل من القيمة الأسمية والفوائد المستحقة.
2) السرية والتي لا تصدر أسمياً تصدر عادة لحاملة، الأمر الذي يعطيها نوعاً من السرية الكاملة للمستثمر.
3) السيولة والتي يتم تداولها بحرية وبيعها قبل تاريخ استحقاقها في السوق الثانوي حسب سعر الفائدة الرائج عند البيع والذي تحدد أوضاع السوق النقدي.
4) المرونة في إصدار شهادات الإيداع بحيث يكون موعد الاستحقاق مناسباً لكل من المقرض والمصدر.
5) التسليم بشكل جيد للشهادة إلى البنك المصدر وفي الوقت المناسب، أو يتم تسليم الشهادة مباشرة للمستثمر أو الاحتفاظ بها في الحفظ والصون بدون أي مصايف احتفاظ، الأمر الذي يعطيها نوع من الأمان.
6) تنوع الإصدارات إما بناءً على طلب العميل أو بشكل إصدارات معلنة دورية.

وأنواع شهادات الإيداع تكمن في:

1) شهادات الإيداع من حيث مدتها مثل شهادات إيداع قصيرة الآجل، أو متوسطة الآجل، أو طويلة الآجل.
2) شهادات الإيداع المصدرة حسب طريقة الإصدار المعلن والذي تعلن فيها البنك أو الشركة المصدرة عن إصدار الشهادات، ويدعو الجمهور إلى الاكتتاب

المصدرة عن إصدار الشهادات ويدعو الجمهور إلى الاكتتاب بها خلال فترة تسبق موعد الإصدار.

3) شهادات الإيداع من حيث طريقة إصدارها كطلب العميل أو الإصدار المعلن.

حسابات الاستثمار

تشمل حسابات الاستثمار على ما يلي:

1) حساب جاري، والذي فيها تقبل البنوك التجارية فتح حسابات للعملاء بفائدة قليلة نسبياً تحت اسم الحساب الجاري. وهنا يسمح للعميل بسحب المبالغ التي يريدها من حسابه في أي وقت يشاء.

2) الودائع لأجل، الوديعة لأجل هي مبلغ معين من المال يودع لدى بنك أو مؤسسة مالية لمدة معينة على أساس سعر فائدة يتم للاتفاق عليه، وقد تكون الوديعة لأجل قد تكون بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية، وقد يقوم بعملية الإيداع لأجل الشخص العادي أو حتى البنوك المحلية أو الأجنبية.

ومن الاعتبارات التي يجب أخذها بالاعتبار عند فتح حسابات الودائع لأجل هي اعتبارات التدفقات النقدية للمؤسسة حتى لا تحدث اختناقات مالية عند حلول أجال الودائع. وأن أسعار الفوائد على الوديعة تتناسب طردياً مع آجال الودائع، ولا يجوز فك الوديعة لأجل قبل تاريخ استحقاقها.

3) الودائع تحت الطلب، والتي تقوم فيها البنوك بالسماح للعملاء بالاحتفاظ في ودائع تحت الطلب وتعطي مردوداً أعلى من الحسابات الجارية بشرط عدم السحب الفوري وبل بالسحب خلال مهملة معينة والودائع تحت الطلب تأخذ في العادة عدة أشكال منها:

أ- ودائع تحت الطلب مقابل حسابات جارية بعملات مختلفة.
ب- ودائع تحت الطلب مقابل حسابات جارية بنفس العملة.
ج- حسابات ذات حرية مطلقة في استثمار الأموال الفائضة عن حد معين متفق عليه.
د- حسابات تغطية لعمل عمليات معينة وتحصل على مردود أعلى من مردود الحسابات الجارية، مثل حسابات تغطية الإعتمادات.

اتفاقيات إعادة الشراء

وهي لامتلاك الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع اتفاقية قبول البائع بإعادة شراءها بعد فترة محددة قد تمتد لليلة الواحدة قد تصل إلى (30) يوماً.

وطرق التعامل باتفاقية إعادة الشراء تشمل على:

تستطيع الشركة أو المؤسسة من أن ترتب عمليات سندات في اليوم التالي، حيث يتم إعادة الشراء يتفق البنك فيها على سعر معين مع المقرض أو يدفع على اقتراضه للأموال من المقرض (المؤسسة أو البنك) ويكون دور السندات هو لإعطاء الضمان للمقترض.

وهنا في هذه الاتفاقية يكون المقرض هو الذي يبيع السندات ليحصل على الأموال ويعيد شرائها عند الاستحقاق كما أن المتعاملون غالباً ما يتعاملون في اتفاقية إعادة الشراء مع الوسطاء، بسبب عملهم يأخذون مراكز في تعاملهم فيشترون سندات بمبالغ تزيد بكثير عن رأسمالهم، وبهذا يلجأون إلى تمويل هذا الشراء عن طريق الاقتراض مع اتفاقية أو تعهد بإعادة الشراء.

القبولات المصرفية

وهذا القبولات تصف بأنها بنك يضيف اسمه وسمعته إلى سحب المقترض مما تجعله قابلاً للتسويق.

وهذا قد تكون الشركة أو المؤسسة بحاجة إلى أموال قصيرة الآجل فتقوم هذه الشركة بإصدار سحب زمني على بنك مطالبة منه دفع مبلغ محدد من النقود كامل السحب خلال فترة محددة، وهذا السحب يأخذ على البنك الذي يختمه بعبارة مقبول، وهنا قد يضيف البنك اسمه وسمعته وضمانه على السحب مما يعني التزامه بالدفع في الوقت المناسب للاستحقاق في حالة عدم دفع المقترض له.

ومن أهم مميزات القبولات المصرفية يكمن في:

- انتشارها يشجع وينشط عمليات التصدير واستخدمه كأداة لتمويل الاستيراد حتى يتوفر المال التي توضع في البنوك الأجنبية للتمويل القصير الآجل للتجارة الخارجية.
- أصبحت قابلة للتداول في الأسواق المالية.
- تكون موثقة بين بنك المستورد وبنك المصدر.
- تنتج عن عمليات تجارية حقيقية.
- تسمح للسلطات النقدية بإعادة خصمها في المصاريف التجارية.
- تصدر القبولات المصرفية بفئات تساد على تداولها في الأسواق المالية الثانوية.

التعامل في أسواق الاستثمار المالي

هنالك أساليب للتعامل في الأسواق تشمل على ما يلي:

أولاً: أمر السوق

وهي عندما ينفذ الوسطاء والسماسرة عملية بيع وشراء الأوراق المالية لحساب الغير عن طريق ما يعرف (أسلوب الأوامر)، وهناك عدة أوامر منها:

1) أمر السوق، والتي يتم تخويل السمسار أو الوسيط في السوق في التنفيذ قي قاعة السوق عند مستوى أفضل سعر في الوقت الذي أعطى فيه الأمر لتقدير السمسار الأمر.
2) أمر المبلغ، والذي يتيح للوسيط أو السمسار حرية كاملة في الشراء والبيع، كأن يحدد العميل إلى السمسار أمر الشراء بمبلغ (10) ألف دولار، ويترك له بعد ذلك حرية اختيار أنواع وكميات الأوراق المالية التي سيقوم بشرائها.
3) الأمر المحدد، وهو تحديد العميل للسمسار سعراً أو وحداً معنياً لسعر الورقة المالية، وهنا على السمسار الذي ينفذ الأمر على أخذ ذلك الأمر بمجرد الوصول للسعر المحدد.
4) الأمر اليومي، وهو محدد بفترة زمنية معينة مثل اليوم، ويكون الأمر سار المفعول في اليوم الذي يصدر فيه فقط.
5) أمر وقف الخسارة، وهنا يلجأ المستثمر إلى إعطاء أمر وقف الخسارة إلى سمسارة.

ثانياً: الوسطاء والسماسرة في الاستثمار

إذ يكون التعامل مع الأسواق من خلال هؤلاء الوسطاء والسماسرة، وهؤلاء مهمتهم تسهيل انتقال الأموال في السوق المالي من المقرضين إلى المقترضين.

أما دور السماسرة في الاستثمار يمكن في:

1) تقديم خدمات السمسرة أو الدلالة في الأسواق المالية.
2) تقديم خدمات في إنجاز الصفقات المالية.
3) توفير معلومات مناسبة للعميل وتحليلها له في حدود إمكانياته وخبرته.
4) عدم جنبي أرباح سرية من وراء الصفقات التي يعقدها للعملاء.

ودور الوسائط في الاستثمار يكمن في:

1) قيامهم بعملية شراء الأوراق المالية من المصدرين مباشرة.
2) عملية المتاجرة بالأصول المالية خلال عملية الوساطة التي يؤدنها.
3) تقديم خدمات تتعلق في الجمع بين المقرض والمقترض والمستثمر.
4) القيام بعملية الاستشارة المالية للاستثمار في الأوراق المالية.
5) تغطية إصدارات مالية جديدة.

ثالثاً: الهامش الاستثماري

يقصد بالهامش هو ذلك المبلغ الذي يملكه المستثمر ويقرر استثمار كجزء من كامل مبلغ يرغب في استثماره، ويكون باقي المبلغ الذي يحتاجه من المؤسسات التمويلية.

أسس الاستثمار بالهامش يكمن في اعتبار عمليات الاستثمار بالهامش من عمليات الاستثمار عالية المخاطرة، وتكون عمليات تمويل الاستثمار بالهامش خاضعة لشروط وقيود قانونية بحيث يشترط بأن لا يقل الهامش عن نسبة معينة من إجمالي الاستثمار.

مثال:

قدرت شركة ما أن تستثمر مبلغ كجزء كامل يرغب في استثماره، وتقوم باقتراض باقي المبلغ الذي يحتاجه من المؤسسات البنكية.

الحل:

الاستثمار الإجمالي = 100 × 4 = 4000 دينار

الهامش = ملكية المستثمر = 3000 دينار

$$\therefore \text{الهامش النسبي} = \frac{\text{ملكية المستثمر}}{\text{القيمة السوقية للأسهم المشتراة}} = \frac{3000}{4000} = 75\%$$

وبذلك فإن المستثمر قد استثمر مبلغ (4000) دينار، وتم تمويل هذا الاستثمار، جزئياً من ماله الخاص (3000) دينار ومن أموال مقترضة (1000) دينار.

رابعاً: الأسواق المستمرة والمؤقتة للاستثمار

تكون الأسواق المستمرة هي الأسواق التي تتعامل بأدوات الاستثمار بشكل مستمر مثل سوق العملات الأجنبية وسوق الأوراق المالية، أما الأسواق المؤقتة وهي التي تبنى على أساس الصفقات وتنتهي بانتهاء الصفقة مثل السوق السوداء.

خامساً: البيع القصير والطويل في الاستثمار

يكون البيع الطويل هو ما يقوم به معظم المستثمرين من بيع الأوراق المالية عندما ترتفع أسعارها أو يتوقع أن يخفض أسعارها عن المستوى الذي وصلت إليه.

أما البيع القصير فتكون عندما يقوم المستثمرين ببيع أدوات الاستثمار أولاً لإعادة شرائها في وقت لاحق، وهنا المستثمر الذي يمارس عملية البيع القصيرة لا يكون يمتلك تلك الأوراق المالية، بل يقوم باقتراضها.

سادساً: البيع المكشوف

وهي تتم من خلال اقتراض أوراق مالية وبيع ذلك عند أسعار معينة على أمل أن تعاد شرائها عند أسعار أقل، وهذا يحقق للمستثمر ربحاً في حالة استجابة أسعار السوق لتوقعاته.

وإذا ارتفع السعر في السوق فإن ذلك يتطلب إيداع مبلغ إضافي، أما إذا انخفض السعر في السوق فإن ذلك يمكنه من سحب مبلغ من أصل الوديعة.

تعتبر عمليات الاستثمار من خلال البيع المكشوف من العمليات الخطيرة في الأسواق المالية ولا ينصح بممارستها إلا لمن لهم خبرة ودراية واسعة في الأسواق المالية.

سابعاً: التعامل مع أسواق الاستثمار

يتم بالعادة التعامل بشكل قيام الوسطاء باستلام أوامر الشراء والبيع من المستثمرين وثم القيام بتنفيذها حسب طبيعة تلك الأوامر وفي الوقت المحدد، وبشكل عام التعامل في أسواق الاستثمار يتم من خلال بيوتات المال والمؤسسات المالية أو في قاعات السوق.

مثال:

قام شخص بالاستثمار مبلغ 5000 دينار لشراء أسهم الشركة الاستثمارية، وكان الاستثمار الكلي الذي يرغب في إقامته (10000) دينار. وبذلك يكون المبلغ الباقي (5000) دينار وهو يقترضه من أحد البنوك المقترضة.

الفصل الحادي عشر
الاستثمار الأجنبي

الاستثمار الأجنبي

مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر

هو تكاليف تأسيس مشروع جديد أو مشروع موجود تكون السيطرة على عملياته من قبل مستثمر أجنبي، أو هو قروض بين الشركات يحصل عندما يكون مستثمر موجود في بلد معين بلدة باكتساب رصيد في بلد آخر بلد المضيف مع نية لإدارة الرصيد.

نظرية الاستثمار الأجنبي المباشر

إن هذه النظرية تعتبر من النظريات البارزة لمشروع متعدد الجنسيات بوصفه عنصراً فاعلاً في الاقتصاد العالمي، كذلك هو تمديد أو توسيع مشروع من بلد المواطن إلى بلد أجنبي مضيف. إن تمديد المشروع أو توسيعه يتضمن تدفقات رأس المال والمهارات التنظيمية على الاقتصاد المضيف من أجل إنتاج السلع للأسواق المحلية وأسواق التصدير.

يوجد عدة أسئلة تهم الاستثمار الأجنبي المباشر منها:

- لماذا تختار الشركات أن تدخل بلداناً أجنبية بوصفها منتجة وليس مصورة؟
- لماذا يحصل الاستثمار الأجنبي المباشر في بعض الصناعات دون أخرى؟
- لماذا تذهب الشركات الى الخارج بوصفها مستثمرين مباشرين؟
- كيف تستطيع شركات الاستثمار المباشر المنافسة بنجاح مع الشركات المحلية؟
- لماذا تسيطر الشركات الكبيرة في أسواق احتكار القلة على الاستثمار الأجنبي المباشر؟

أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر

1) استثمار أجنبي مباشر يبحث عن العمل: وهو لمعرفة حاجة المستثمرين الأجانب للاستفادة من وفرة ورخص العمل في دول نامية عديدة. وكذلك لخفض تكاليف العمل.

كما هي من القيود المفروضة على حركة العمل من البلدان النامية إلى البلدان المتقدمة ، وأيضاٌ الشركات الصناعية الكبيرة تحرك او تنقل أجزاء من عملية إنتاجها إلى تلك البلدان النامية التي يكون فيها العمل رخيص نسبياً، ويجب توفر العمل الماهر والذي يمكن من أن يمتص التكنولوجيا الحديثة في الإنتاج.

2) استثمار أجنبي مباشر يستخرج مورد : ويشمل قطاع التعدين واستكشاف وإنتاج وتسويق وتوزيع النفط، وهذا الاستثمار تستفيد منه الدول النامية من أجل ضمان أن تستفاد من تكنولوجيا النفط المتاحة في الدول المتقدمة، ومن أشهر الدول النفطية الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وإيرلندا الشمالية.
3) استثمار أجنبي مباشر يبحث عن سوق: ويشمل على حجم السكان الكبير في البلدان النامية والتي يمتلك أسواق كبيرة، أن الاستثمار الأجنبي يفضل تلك الأقطار التي تطبق سياسات إحلال الواردات التي تضمن إجراءات أمنية لدعم الصناعة المحلية ضد المنافسة الأجنبية غير العادلة.
4) استثمار أجنبي باحث عن خدمات: ازداد هذا الاستثمار في السنوات الحالية بسبب تسارع وتطور عملية الإصلاح الاقتصادي في عدد كبير من الدول النامية. حيث كان هذا السوق مغلقاً نسبياً في وجه الاستثمار الأجنبي المباشر قبل التغيرات في السياسات الاقتصادية التي جلبت من خلال تطبيق الحرية الاقتصادية، ورفع قطاع الخدمات أمام

الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن التحديث الذي حصل وتوسيع الخدمات الحديثة ورفع نوعيتها يتطلب تدفق ليس للموارد المالية بل للتكنولوجية الحديثة.

نظرية الميزة التنافسية للاستثمار الأجنبي المباشر

يجب هنا التميز بين نوعين من الاستثمار الأجنبي المباشر منها:

1) استثمار أجنبي أفقي: والذي يحصل عندما تدخل الشركة المستثمرة إلى الأقطار الأجنبية لإنتاج المنتوج في بلد الأم.
2) استثمار أجنبي عامودي: والذي يحصل عندما تدخل الشركة المستثمرة إلى الأقطار الأجنبية لإنتاج سلعاً وسيطة التي تشكل مدخلات أو عناصر إنتاج تستعمل في عملية الإنتاج المحلية.

إن هذان النوعين يتطلبان تعاملاً نظرياً مختلفاً لأنهما يختلفان بالسببية والنتائج في صيغ بيئة السوق الأم، ولأن نظرية الميزة التنافسية كانت طورت على نحو أولي لتوضيح الاستثمار الأجنبي العمودي إلى أن ندرس نظرية الميزة التنافسية.

الفئة التي تقع فيها الميزة التنافسية:

المعرفة الأفضل

وهي استعمالات الشركة لجميع مهارات غير ملموسة والتي تعطيها ميزة تنافسية متى ما قامت بعمليات التكنولوجيات والتنظيم والإدارة والتسويق.... الخ. كما أن التكلفة للشركة المستثمرة لاكتساب أرصدة معرفتها قد دفعته أصلاً في الماضي لأن العرض من أرصدة معرفتها مرن جداً طالماً أن استعمالها في بلد واحد لا يمنع استعمالها في بلد آخر.

إن امتلاك المعرفة الأفضل تسمح للشركة المستثمرة أن تخلق منتوجات مخالفة مع فروقات مادية مشتقة من مهارات تكنولوجية أو مع فروقات نفسية مشتقة من مهارات التسويق التي تميز تلك المنتوجات عن منتوجات منافسة.
تبين نظرية الميزة التنافسية على أن الاستثمار الأجنبي المباشر الأفقي سوق يتم على نحو رئيس من خلال الصناعات الكثيفة المعرفة. مثل صناعات كثيفة التكنولوجيا كتصفية النقط والصناعات الكيميائية والمكائن الزراعية ومعدات النقل.... الخ.

منظومات تحدد نمط وكمية الإنتاج الأجنبي المباشر للاستثمار

1) ميزة الملكية المحددة والتي تتعلق بتحديد نتيجة القومية الوطنية ملكيتها نسبة إلى الميزات النسبية التي تمتلكها شركات أخرى من قوميات أخرى.
2) ميزة الموقع المحدد لمنطقة معينة والتي تعتمد على قابلية الأسواق الوطنية والحكومات على توفير أو إيجاد نوعية وحيدة من الأرصدة الضرورية غير القابلة للحركة أو النقل للشركات المستثمرة سواء المحلية أو الأجنبية للوصول لتطور سريع لأرصدتها المتحركة.
3) اختيار الشركة أن تحل آلية إدارتها محل السوق لهذه الميزات المهمة للملكية المحددة والموقع المحدد لمنطقة معينة.

حوافز للاستثمار في الأسواق الأجنبية

1) حوافز اقتصادية لتخفيض القيود في دول أوروبا الشرقية، والذي خلق حافظ مفضل لجذب المستثمرين والدائنين الأجانب إلى تلك الدول.
2) التنوع الدولي والتي تكون المحفظة الكلية للمستثمر غير معتمدة على عملة بلد واحد، وبذلك تكون الاختلافات عبر الحدود في الشروط الاقتصادية يمكن أن

تسمح بفائدة تقليل الخطر، حيث أن محفظة الأسهم مثلاً تعبر عن شركات عبر الدول الأوروبية هي أقل خطورة من محفظة الأسهم المعبرة عن شركات موجودة في بلدان أوروبية واحدة.

3) سعر الصرف والذي يعبر عنها بعملة من المتوقع أن قيمتها ترتفع مقابل العملة الوطنية لبلدانهم.
4) معدلات فائدة أجنبية كبيرة والتي تعوض نوعاً ما من خلال أضعاف العملة المحلية عبر فترة من الزمن مقصودة أو معينة.
5) الاستفادة من التنويع الدولي والذي يقلل احتمالية الإفلاس الآني عبر المقترضين.

دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية التجارة

ينصرف تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر إلى حقوق الملكية للمستثمرين المتواجدين في دولة ما (وعادة ما يتمثل أولئك المستثمرون في شكل شركات) في أنشطة الأعمال التي تتم في دولة أخرى، وحيث تكون لأولئك المستثمرون هيمنة على الإدارة.

وفيما بين نهاية عامي **1985 و 1995**، ازداد رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر داخل الدول بمعدل سنوي قدره 16.3 ويعرف "الرصيد داخل الدولة " بأنه التراكم الإجمالي الذي تسجله الدول المستقبلة للاستثمار الأجنبي المباشـر، أي الدول "المضيفة"، وفيما بيـن نهايتـي عامي **1990 و1998** أنخفض هذا المعدل **10.5%** وهي لا تزال نسبة يعتد بها في مقابل قدره **11.9%** فيما بين عامي **1985 و 1990**. إلا أن هذا المعدل تباطأ ليصل إلى **5.8%** فيما بين عامي **1990** و **1996**. ونما الناتج المحلي الإجمالي للعالم بمعدل سنوي قدره **10.7%** فيما بين عامي **1985و 1990**، ثم انخفض إلى **4.3%** فيما بين عامي**1990 و 1998**.

وتجدر الإشارة إلى أن الانخفاض في معدلات النمو هذه إنما يعكس انخفاضاً في التضخم أكثر مما يعكس تباطؤ معدلات نمو الأنشطة الحقيقية.

ومع هذا، فقد تحقق بعض الانخفاض في النمو الحقيقي لهذه الإجماليات الثلاث (رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر داخل الدول، والصادرات والناتج المحلي الإجمالي على مستوى العالم) خلال النصف الأول من التسعينات، وذلك بالمقارنة بأواخر الثمانينيات. وقد تفاقم التباطؤ خلال مطلع التسعينات، وهي فترة اتسمت بركود اقتصادي في الدول المتقدمة.

وشهد النصف الثاني من التسعينات بطبيعة الأمر تحسناً اقتصادياً ولكن البيانات المتاحة لا تشجع بالتعرف على مدى هذا التحسن، وتبين أحدث الأرقام المتاحة تسارعاً واضحاً في نمو رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر داخل الدول الضعيفة، وحيث نما هذا الرصيد بمعدل قدره **12.7%** خلال الفترة الممتدة بين عامي **1995 و 1998** إلا أن الناتج المحلي الإجمالي على مستوى العالم والصـادرات لم يحققا ذات النمو الذي تحقق برصيد الاستثمار الأجنبي المباشر (بلغ معدلا نموهما **2.8% و4.5%**).

والتمعن في الأرقام يوحي للوهلة الأولى أن الاستثمار الأجنبي المباشر قد حل محل التجارة كوسيلة لإجراء التبادل في السلع والخدمات على المستوى العالمي. إلا أنه ينبغي أن يؤخذ في الاعتبار أن الاستثمار الأجنبي والتجارة العالمية ليسا بالضرورة وسيلتين بديلتين لتحقيق التكامل الاقتصادي فالاستثمار الأجنبي المباشر لا يحل محل صادرات الدولة، وإنما يعمل على تنشيطها.

ويعد هذا نتيجة لعدة أسباب. ومن بين الأسباب أن الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن الشركات من إيجاد قاعدة توزيعية أوسع ومن ثم يعمل على توسيع نطاق مزيج

المنتجات التي تباع في الأسواق الأجنبية بالإضافة إلى ما يمكن تحقيقه إذا ما وجهت كافة المبيعات من خلال التصدير من سوق الدول الأم.

(ومن ثم، فإن مبيعات الشركة تتمثل في مزيج من الصادرات والمنتجات التي تصنع محلياً).

وأيضاً، فحتى ما إذا استخدم الاستثمار الأجنبي المباشر لتصنيع منتج ما في الدولة المضيفة التي كانت تقوم فيما سبق بالاستيراد من الدولة الأم، فإن الإنتاج المحلي قد يستمر في استخدام مدخلات مستوردة ومن أمثلتها المكونات الوسيطة والآلات. كما تشير الظاهرة ذاتها إلى وجود علاقة طردية بين واردات الدولة وبين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخارجة منها.

وهذا أمر متوقع : فإذا ما تمكنت الشركة من إنتاج منتج ما في دولة أخرى واستيراده إلى سوق الدولة الأم بسعر أرخص مما في حالة إنتاجه محلياً، فإن هذا ينطوي بالتأكيد على منفعة للشركة.

وعموماً، فإن التجارة الدولية تتم نتيجة للتخصص العالمي. وفي هذا الصدد، يمكن النظر إلى الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره أحدى الوسائل التي يتحقق التخصص من خلالها. وتكون النتيجة لذلك توسع التجارة سواء في جانب التصدير أو الاستيراد.

ويتمثل الاستثمار الأجنبي المباشر في أذهان الكثيرين في شكل شركات من الولايات المتحدة ومن دول متقدمة أخرى تهرب من مواقع إنتاجها المتسمة بارتفاع التكلفة وتتوطن في مناطق تنخفض بها مستويات الأجور. ولكن هذه الصورة ليست دقيقة بشكل كاف، حتى بالرغم من أن نسبة قليلة من الاستثمار الأجنبي المباشر تبحث عن الإنتاج في مناطق ذات أجور منخفضة. ولنبحث هذا الأمر بشكل أكثر أمعاناً.

أيا كان ما يقال عكس ما يلي عن الاستثمار الأجنبي المباشر فإن الأرقام المتصلة به تدعو للانبهار. حيث أن وفقاً لبيانات الأمم المتحدة، بلغ رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر في نهاية عام **1998** ما يزيد عن تريليون دولار. ومن الأهمية بمكان الإشارة إلى أن هذا الرقم لا يمثل سوى جانب حقوق ملكية المستثمرين في الاستثمار الأجنبي المباشر، أي ملكية الشركات متعددة الجنسيات في فروعها بالدول الأخرى وحقوق الملكية من إجمالي أصول هذه الفروع.

وليس هناك رقم دقيق يعبر عن القيمة الدفترية لهذه الأصول، إلا أن "تخمين" الأمم المتحدة بشأن هذا الرقم يشير إلى أن القيمة الدفترية للأصول قد بلغت **14.6** تريليون دولار في نهاية عام **1998.**

وقد قدرت مبيعات هذه الفروع في عام **1998** بحوالي **11.4** تريليون دولار كما بلغ الناتج الإجمالي (القيمة المضافة) للفروع حوالي **2.7** تريليون دولا . وفي عام **1998** أيضاً، بلغ الناتج المحلي الإجمالي على مستوى العالم **29.7** تريليون دولار وبالتالي قدرت مبيعات فروع الشركات متعددة الجنسيات إلى الدول الأخرى بما يتجاوز **9%** من الناتج المحلي الإجمالي على مستوى العالم.

وربما ينطوي هذا الرقم على تدن في تقدير إسهام هذه الفروع في الناتج العالمي نظراً لأن الناتج الإجمالي للفروع لا يشتمل على القيمة المضافة التي تتولد عن أنشطة مقاولي الباطن، وربما كان أولئك المقاولين يعملون من داخل الفروع.

وعلى الرغم من هذا فإن هذه النسبة تطرح لإعطاء مؤشر مقارن على مدى إسهام الشركات متعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي. وبما أنها مقياس، فإن حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم، وحجم النشاط الاقتصادي المرتبط به يعد هائلاً.

الفصل الثاني عشر

ضمانات الاستثمارات الأجنبية
ضد المخاطر غير التجارية

ضمانات الاستثمارات الأجنبية
ضد المخاطر غير التجارية

نطاق أعمال اتفاقية إنشاء الوكالة الدولية لضمان الاستثمار

<u>أولا: النطاق الموضوعي</u>:

سوف نخص هنا للحديث عن العمليات التي تقوم بها الوكالة والمخاطر والاستثمارات والمستثمر الصالحين للضمان ضمن الوكالة، والشروط المتطلبة للحصول على هذا الضمان.

المخاطر الصالحة لضمان الوكالة:

أتى إنشاء الوكالة الدولية لضمان الاستثمار استجابة لحاجة ملحة تنطوي على ضمان نوع من المخاطر، من الممكن أن تتعرض له الاستثمارات الأجنبية، وهذه المخاطر هي المخاطر التي تكون الدولة المضيفة هي السبب المباشر في تحققها، لا يد للمستثمر الأجنبي فيها ولا حول ولا قوة.

لذلك أتت الاتفاقية ونصت على تغطية المخاطر غير التجارية، إيمانا منها بأن المخاطر التجارية تدخل ضمن توقعات الأفراد، عند تحديدهم لمفهوم مخاطر المشروع، واحتماليات الربح والخسارة، فضلا عن أن تغطية المخاطر التجارية سوف يتسبب بأضعاف المقدرة المالية للوكالة، وجعلها عاجزة مع مرور الوقت عند الإيفاء بالتزاماتها تجاه المشاريع المضمونة، ولهذا كانت هذه الاتفاقية ذات وظيفة واحدة هي ضمان المخاطر غير التجارية، ولكن قبل أن نتعرف على ماهية المخاطر التي تدخل ضمن نطاق ضمان الوكالة، يجب التعرف على العوامل التي تأخذ الوكالة بها بعين الاعتبار عند تقييم المخاطر التي تضمنها، فبالإضافة إلى المخاطر التي قد تتعرض لها الاستثمارات من قبل الدولة، يؤخذ

بالاعتبار مخاطر المشروع ذاته، كموقع المشروع، والمجال الذي يستثمر فيه المشروع، وأهميته، وجدواه، وملاءته المالية، واحتمالات الربح والخسارة، ومقدار مشاركة المحليين والاجانب من المستثمرين، او المشاركة المقدمة من المؤسسات الدولية.

وبالعودة الى المخاطر التي تدخل ضمن نطاق ضمان الاستثمار، فقد نصت م 11 على هذه المخاطر وهي على سبيل الحصر:

1) مخاطر القيود على تحويلات العملة.
2) مخاطر المصادرة والتأميم.
3) مخطر الحرب والعصيان المدني.
4) مخاطر فسخ العقد او الاخلال به.

وهذا الشرح التفصيلي :

1) مخاطر القيود على تحويلات العملة:

تعرف م 11 /فقرة (أ) هذه المخاطر بشكل عام، بحيث تشمل جميع صور القيود سواء المباشرة او غير المباشرة ,والتي تفرضها الدولة، على تحويل العملة بصورة قانونية او عملية.

وتشترط هذه المادة ان تكون هذه المخاطر قد تسببت بفعل من الدولة المضيفة او احد اجهزتها او هيئاتها العامة. ومن ثم فإن اي اجراء تتخذه الدولة بحق المشروع، يؤدي الى وضع قيود على تحويل العملة من والى الدولة المضيفة ذهابا وايابا، هو خاضع لضمان الوكالة الدولية لضمان الاستثمار. ولعل ذلك يأتي ضمن ما يعرف بسياسات تشجيع التجارة الدولية وحثها على التقدم والازدهار.

2) خطر التأميم:

وتنص المادة 11 بفقرتها (أ) على خطر التأميم كثاني المخاطر المغطاة بضمان الوكالة.

وتشمل هذه المخاطر اتخاذ الحكومة المضيفة لاي اجراء تشريعي او اي اجراء اخر، يترتب عليه حرمان المستفيد من ملكيته او الحد منها، او الاضرار بمنافع اساسية لاستثماره، ويشمل ذلك اي اجراءات تتخذها السلطة التنفيذية.

ولا تشمل هذه الاجراءات تلك التي تتخذها الدولة في اطار الاجراءات العامة، والتي تخذها بقصد تنظيم النشاط الاقتصادي، والتي تتصف بصفة العمومية، ولا يقصد بها المستثمر بعينه.

ومن امثلة هذه الاجراءات، تشريعات الضرائب وحماية البيئة والعمال، واجراءات السلامة العامة، ما لم تنطو هذه الاجراءات على تفرقه تضر بالمستفيد من الضمان.

ويتعين على الوكالة في تعريف تلك الاجراءات ان تحرص على الا يؤدي ذلك الى الاضرار بحقوق الدولة المضيفة، او المستثمرين في ظل اتفاقيات الاستثمار الثنائية او الاتفاقات الاخرى او القانون الدولي بما يحقق في النهاية عدالة، بقدر المستطاع بين اطراف المعادلة الاستثمارية، الدولة المضيفة من جهة والمستثمر الاجنبي من جهة اخرى.

3) خطر الاخلال بالعقد:

نصت عليه م 11 فقرة (أ) وهو خظر الاخلال بالعقد، ويحق للمستثمر التمتع بهذا الضمان اذا استنفد كل الطرق في الحصول على تعويض نتيجة الاخلال بعقد الاستثمار، او كانت هذه الطرق فيها من المعوقات ما يحتوي على عدم وجود مبررات لذلك، او في جميع الاحوال، ان لا يكون باستطاعة لمستثمر الحصول على حقوقه نتيجة الاخلال بعقد الاستثمار.

ذلك يعني ان على المستثمر ان يلجأ اولاً الى الحصول على تعويضه بسبب الاخلال بالشروط العقدية طبقاً للقانون المدني او أي قانون اخر، فإن لم ينجح لجأ لهذا الضمان.

4) خطر الحرب:

اما رابع هذه المخاطر القابلة لضمان الوكالة فقد نصت المادة 11 فقرة(أ) عليها وهو خطر الحرب والاضطرابات المدنية او ما يعرف بالعصيان المدني.

ويشمل هذا الخطر الثورات والحروب، والتمرد والانقلابات، والاحداث السياسية التي تخرج عن سيطرة الحكومة المضيفة. ولا تشمل هذه المخاطر، الاعمال والانشطة الارهابية التي تستهدف المستثمر بعينه، والتي من الممكن تغطيتها حسب المادة 11 فقرة(ب).

هذا وتستطيع الوكالة بناء على المرونة التي تتمتع بها الاتفاقية، ان تغطي مخاطر غير تجارية اخرى، بناء على طلب مشترك من المستثمر والدولة المضيفة، بموافقة مجلس ادارة الوكالة بالاغلبية الخاصة لذلك.

اذن فان المادة 11 هي التي خصصت للحديث عن المخاطر الصالحة للضمان فنصت على:

أ. مع مراعاة أحكام الفقرتين (ب) و (ج) من هذه المادة يجوز للوكالة ضمان الاستثمارات الصالحة للضمان ضد الخسائر المترتبة على واحد أو أكثر من أنواع المخاطر التالية:

1) تحويل العملة:

فرض قيود تعزى إلى الحكومة المضيفة على التحويل الخارجي لعملتها إلى عملية قابلة للتحويل الحر، أو عملة أخرى مقبولة للمستفيد من الضمان، ويشمل ذلك تراخي

الحكومة المضيفة في الموافقة خلال فترة معقولة على طلب التحويل المقدم من المستفيد من الضمان.

2) **التأميم والاجراءات المماثلة:**

اتخاذ الحكومة المضيفة لاجراء تشريعي أو اتخاذها أو قعودها عن اتخاذ اجراء اداري مما يترتب عليه حرمان المستفيد من الضمان من ملكيته أو من السيطرة على استثماره أو من منافع جوهرية لاستثماره. ويستثنى من ذلك الاجراءات عامة التطبيق التي تتخذها الحكومات عادة لتنظيم النشاط الاقتصادي في اراضيها والتي لا تنطوي على تفرقة تضر بالمستفيد من الضمان.

3) **الاخلال بالعقد:**

نقض الحكومة المضيفة لعقد بينها وبين المستفيد من الضمان او اخلالها بالتزاماتها في ظل ذلك العقد، وذلك في الأحوال التالية:

إذا كان من غير الممكن للمستفيد من الضمان اللجوء إلى هيئة قضائية أو هيئة تحكيم للفصل في ادعائه نقض العقد أو الاخلال بأحكامه. أو إذا لم تقم تلك الهيئة بالفصل في الادعاء خلال مدة معقولة على النحو المحدد في عقد الضمان طبقاً للوائح الوكالة. أو إذا لم يكن من الممكن تنفيذ القرار الصادر من الهيئة المذكورة.

4) **الحرب والاضطرابات المدينة:**

أي عمل عسكري أو اضطرابات مدنية في اقليم الدولة المضيفة الذي تنطبق عليه أحكام هذه الاتفاقية وفقاً لنص المادة 66.

ب. يجوز لمجلس الإدارة بناء على طلب مشترك من المستثمر والدولة المضيفة أن يوافق بالاغلبية الخاصة على اضفاء الصلاحية للضمان على مخاطر غير

تجارية محددة خلال المخاطر المشار إليها في الفقرة (أ) من هذه المادة على ألا يشمل ذلك مخاطر تخفيض أو انخفاض قيمة العملة.

ج. لا تجوز تغطية الخسائر الناتجة عما يلي:

- اتخاذ الحكومة المضيفة أو قعودها عن اتخاذ أي إجراء، إذا كان المستثمر المضمون قد وافق على هذا الإجراء أو كان مسؤولاً عن اتخاذه.
- أي إجراء تتخذه الحكومة المضيفة وتقعد عن اتخاذه قبل إبرام عقد الضمان وأي حدث وقع قبل إبرام هذا العقد.

ثانيا: الاستثمارات الصالحة للضمان:

بعد أن تعرضنا لأنواع المخاطر الصالحة لضمان الوكالة الدولية لضمان الاستثمار، سوف نعرج في هذا المقام على ماهية الاستثمارات الصالحة لان تكون قابلة لضمان الوكالة، وقد أتت المادة 13 من الاتفاقية كي تعرف ماهية هذه الاستثمارات الصالحة للضمان، ومحوارها حول حقوق الملكية والقروض المتوسطة أو طويلة الأجل التي يقدمها او يضمنها المشاركون في ملكية المشروع، وكذلك ما يحدده مجلس إدارة الوكالة من صور الاستثمار المباشر، بحيث يتضمن ذلك عقود الخدمات والإدارة، والامتياز والترخيص، واتفاقات الشراكة سواء اتخذ الاستثمار صورة نقدية بحتة ام صورة عينية.

ولا بد لنا هنا من الإشارة إلى أن القروض التي تعتبر داخلة ضمن إطار الاستثمارات الصالحة للضمان هي وحسب القروض طويلة الأجل أو المتوسطة الأجل، أما أن تعلق الأمر بقروض قصيرة الأجل فلا بد أن تتوفر فيها الشروط التي حددتها الفقرة (ب) من م 12.

وكذلك تضم الاستثمارات الصالحة للضمان المشاريع التي تم خصخصتها، الاستثمارات المتعلقة بالمساعدة الفنية، والفرانشايز، والليزنغ، وعقود نقل التكنولوجيا.

وذلك تقوم الوكالة بضمان بقية انواع الاستثمارات التي يوافق عليها مجلس ادارة الوكالة. وتورد الاتفاقية شروطا لابد للوكالة ان تتحقق من توفرها عند القيام بضمان استثمار معين وهي:

1) ان تلبي المشاريع الاستثمارية حاجات الدول المضيفة، كإشباع حاجاتها الاقتصادية، وخلق وظائف جديدة للأيدي العاملة الوطنية، وتحقيق نقل فعال للتكنولوجيا.
2) أن تتماشى المشاريع الاستثمارية مع قوانين ولوائح الدولة المضيفة.
3) أن تكون المشاريع الاستثمارية ذات ملاءة مالية جيدة وسمعه اقتصادية حسنة .

ولتحقيق أهداف الوكالة تقتصر الضمانات التي تقدمها على الاستثمارات التي تتمتع بالسلامة الاقتصادية حتى يحول ذلك دون المساس بالملاءة والسلامة المالية للوكالة، ويتعين على الوكالة ان تتحقق من توفر الحماية الكاملة للاستثمارات التي يراد ضمانها، حتى لا تكون الاستثمارات في مهب رياح الدولة المضيفة، ان عنُ لها الحد من ملكية هذه الاستثمارات او المساس بها.

وتكون الحماية المعطاة للاستثمارات فاعلة ان كانت قوانين الدولة المضيفة للاستثمار تقدم مثل هذه الحماية، او كانت الوكالة قد توصلت لعقد اتفاق مع الدولة على اعطاء حماية للاستثمارات تحول دون وقوعها في مخاطر تكون اسبابها عائدة بشكل مباشر او غير مباشر للدولة.

ولعل الاتفاقية كانت موفقة في صياغتها عندما نصت على أن الاستثمار القابل للضمان يجب ان يتضمن فوائد متساوية وعادلة للدولة المضيفة والمستثمر بما يحقق نوعا من الاستقرار بهذا الاستثمار، ونوعا من الأمان لديه بان الدولة لن تحاول بأن تحد من ملكية هذا الاستثمار قولاً منها بأنه يفتئت على حقوقها، ويسلب المنفعة التي تعود عليها.

ولكن التساؤل المطروح ما هي المجالات التي يكون الاستثمار فيها قابلا لضمان الوكالة تجيب على ذلك الوكالة نفسها عندما وضعت دليلا الكترونيا لكل تطبيقات المعاهدة، حيث إن أغلبية مجالات الاستثمار هي قابلة لان تغطى بضمانات المركز، وتتضمن على سبيل المثال وليس الحصر:

القطاع المالي، والاستثمار في مجال الغاز، والنفط والزيت، والصناعة، وأعمال التعدين، والأعمال الزراعية، والبناء، وأعمال البنية التحتية في الدولة المضيفة، ذلك أن هذا النوع من الاستثمارات محدد المخاطر، ونسبة المضاربة فيها ضئيلة. أم المجالات التي لا تصلح لان تكون محلا لضمان الوكالة فهي:

الاستثمار في المراهنات (واعمال المقامرة)، وانتاج السجائر (التمباك)، والاستثمار في قطاع الدفاع (حيث ان هذا حكر على الدولة)، والاستثمار في انتاج العقاقير غير المشروعة كالمخدرات، وكذلك إنتاج الكحوليات، والسبب في استبعاد مثل تلك المجالات من ان تكون محلا لضمان الوكالة، يعود إلى أن مثل تلك الاستثمارات غير مضمونة النتائج، وأنها قائمة على نسبة عالية من المضاربة، ولعل جعلها محلا لضمان، يعرض السلامة المالية للوكالة للخطر.

وبالعودة للنص القانوني فإن المادة 12 خصصت للتعرض للاستثمارات الصالحة للضمان حيث نصت على ان:

1) تشمل الاستثمارات الصالحة للضمان حقوق الملكية والقروض المتوسطة أو الطويلة الأجل التي يقدمها أو يضمنها المشاركون في ملكية المشروع المعني، وما يحدده مجلس الإدارة من صور الاستثمار المباشر.

2) يجوز لمجلس الإدارة بالأغلبية الخاصة أن يضفي الصلاحية للضمان على أية أنواع أخرى من الاستثمارات المتوسطة أو الطويلة الأجل، إلا أنه لا يجوز ضمان قروض خلاف القروض المنصوص عليها في الفقرة (أ) أعلاه إلا إذا ارتبطت باستثمار محدد ضمنته الوكالة أو اذمعت ضمانه.

3) تقتصر الضمانات على الاستثمارات التي يبدأ تنفيذها بعد تسجيل الوكالة لطلب الضمان ويجوز أن تشمل هذه الاستثمارات:

- أي تحول للنقد الأجنبي لأغراض تجديد أو توسعة أو تطوير استثمار قائم.
- واستخدام الأرباح التي تدرها استثمارات قائمة، إذا كان من الممكن تحويلها خارج الدولة المضيفة.

4) على الوكالة أن تستوثق عند القيام بضمان استثمار ما يلي:

- السلامة الاقتصادية للاستثمار ومساهمته في تنمية الدولة المضيفة.
- ملائمة الاستثمار لقوانين ولوائح الدولة المضيفة.
- مواكبة الاستثمار للأهداف والأولويات الانمائية المعلنة للدولة المضيفة.
- ظروف الاستثمار في الدولة المضيفة بما في ذلك توفر المعاملة العادلة والحماية القانونية للاستثمار.

ثالثا: ضمانات الاستثمارات المؤيدة

بينما كان دور الوكالة المتوخاة في ظل مقترحات البنك الدولي السابقة الخاصة بإنشاء وكالة دولية لتأمين الاستثمار قاصراً على القيام بعملياتها نيابة عن الدول الأعضاء المؤيدة لاستثمارات، فإن ضمانات الاستثمارات المؤيدة في ظل الاتفاقية تلعب دورا تكميلياً وأن كان هاماً لعمليات الوكالة التي تقوم بها لحسابها.

إذ يجوز للوكالة في ظل الاتفاقية أن تضمن طبقاً للمادة 24 بالإضافة إلى العمليات التي تقوم بها لحسابها استثمارات أخرى، وأن تعيد تأمين استثمارات، المرفق بالاتفاقية وهو جزء لا ينفصل عنها النصوص الخاصة بعمليات تأييد الاستثمارات. ومما يجدر ملاحظته أن الأصول التي ستحتفظ بها الوكالة في صندوق الاستثمارات المؤيدة و سيتم الاحتفاظ بها بالاستقلال عن أصول الوكالة، ولن تكون الوكالة مسؤولة في أصولها الخاصة عن عمليات التأييد .

مفهوم التأييد:

وتتلخص عملية التأييد فيما يلي:

- **المطلب الأول:** يلتزم العضو الذي يطلب من الوكالة ضمان استثمار بالتزام احتمالي بالمشاركة في الخسارة بمبلغ الضمان الذي أيده:

ويحتفظ بالأقساط وغيرها من الموارد الناجمة عن ضمان الاستثمارات المؤيدة في حساب منفصل يسمى صندوق الاستثمارات المؤيدة، وتخصم من ذلك الصندوق جميع المصاريف الإدارية ومبالغ التعويضات المتعلقة بالاستثمارات المؤيدة. ويلتزم جميع الأعضاء المؤيدين لاستثمارات، في حالة استنفاد موارد الصندوق المذكور، بالمشاركة في أي خسارة ناشئة عن ضمان مؤيد كل بنسبة المبلغ الإجمالي للضمانات التي أيدها إلى مجموع مبالغ

الضمانات التي أيدها جميع الأعضاء. ويتحدد الحد الأقصى لمسؤولية العضو بالحد الأقصى في ظل جميع الضمانات التي أيدها ذلك العضو من وقت لآخر. وتنص المواد 1 إلى 3 بالاتفاقية على الحدود المتعلقة بالتزامات الأعضاء المؤيدين لاستثمارات بالمشاركة في الخسائر في ظل نظام التأييد.

- **المطلب الثاني: آثار التأييد:**

ويمكن نظام التأييد أعضاء الوكالة من توفير حماية التأمين للاستثمار في حالات عديدة.
فيجوز للأعضاء الذين لا يتوفر لديهم برنامج وطني توفير تلك الحماية عن طريق نظام التأييد لتغطية الاستثمارات التي يقوم بها مستثمروهم. ويمكن أن يوفر نظام التأييد لأعضاء اخرين أداة لتنويع المخاطر فيما يسمح لهم به من الالتزام بجزء من المسؤولية الاحتمالية لصندوق الاستثمارات المؤيدة بدلاً من الالتزام بالمسؤولية الاحتمالية عن المخاطر التي يقومون بتأمينها استقلالاً عن طريق برامجهم الوطنية.

- **المطلب الثالث: مدى انطباق أحكام الضمان الواردة في الاتفاقية على الضمانات المؤيدة:**

وبصفة عامة تطبق نصوص الاتفاقية في شأن عمليات الضمان المؤيدة (المادة 6).
ويتضمن ذلك على وجه الخصوص الشروط المتعلقة بالصلاحية للضمان طبقا للمادتين 11 و 12 من الاتفاقية. غير أنه لا يشترط في الضمانات المتعلقة بالاستثمارات المؤيدة أن يكون المستثمرون من رعايا الدول الأعضاء ما دامت تؤيدهم دولة عضو، وتنص المادة (أ) على جواز أن يكون القائم بهذه الاستثمارات "مستثمرون أيا كانت جنسياتهم".

يبرز للدولة المضيفة أن تشارك في تأييد الاستثمار، وتعكس المشاركة في التأييد اهتمام الدولة المضيفة البالغ بالاستثمار مما يدل على قيمته الانمائية ويقلل من احتمالات

المخاطر. وتنص المادة 1 (ج) على أن تعطى الوكالة أولوية للاستثمارات التي تشارك في تأييدها الدولة المضيفة المعنية.

ولا ينطبق الشرط الخاص بضرورة أن تكون الدول المضيفة لاستثمارات من الدول النامية الأعضاء، المنصوص عليه في المادة 14 من الاتفاقية في شأن الضمانات التي تصدرها الوكالة لحسابها، على عمليات التأييد. و يجوز للاعضاء تأييد استثمارات في أي من الدول الأعضاء، ويبرر السماح بعمليات التأييد في الدول المتقدمة وهو مما يهم بعض الدول النامية المصدرة لرأس المال أن ضمانات الاستثمارات المؤيدة لا تؤدي إلى استنزاف قدرة الوكالة على الضمان من ثم لا تحد من ضمانات الاستثمارات في الدول النامية ويتصور في حالات معينة أن يؤدي الاستثمار في شركة في دولة متقدمة إلى تيسير إنشاء مشروعات مشتركة بين تلك الشركة أو شركة تابعة لها في الدول النامية. بالإضافة إلى أنه من ميزات الاستثمارات في الدول المتقدمة مما تؤدي إليه من تحسين عامل المخاطر في حافظة صندوق الاستثمارات المؤيدة وتنويعها.

وتخول المادة 5 (أ) المرفق بالاتفاقية الوكالة سلطة إعادة تأمين الأعضاء أو مؤسساتهم أو المؤسسات الإقليمية للأعضاء أو مؤسسات التأمين الخاصة في الدول الأعضاء على أساس نظام التأييد. وتخضع عمليات إعادة التأمين المذكورة لذات الشروط التي تنطبق على عمليات إعادة التأمين التي تقوم بها الوكالة لحسابها، ومن شأن إعادة التأمين على أساس نظام التأييد أن تساعد على تنويع المخاطر.

ويمكن للأعضاء استخدام نظام تأييد الاستثمارات المؤمنة من قبل المؤسسات الخاصة لأغراض إعادة التأمين كبديل لإعادة التأمين عليها من جانب هؤلاء الأعضاء. ويقوم الأعضاء المؤيدون، كل بنسبة حصته في المشاركة في تغطية الخسائر التي تتحقق في

ظل وثائق إعادة التأمين بغض النظر عما إذا كانت الخسارة قد نتجت عن ضمان مؤيد أو عن وثيقة إعادة تأمين مؤيدة.

وتنص المادة 6 المرفق بالاتفاقية على وجوب القيام بعمليات التأييد وفقا لذات الأساليب التجارية السليمة وأصول الإدارة المالية الواعية التي يتعين أن تلتزم بها الوكالة في شأن عمليات بالضمان التي تقوم بها استناداً إلى رأسمالها واحتياطياتها. ولا يتوقع كما هو الحال في شأن عمليات الضمان التي تقوم بها الوكالة بحسابها أن تقوم الوكالة بتغطية استثمارات مؤيدة تنطوي على مخاطر تتميز بدرجة غير معقولة من الجسامة، أو يكون من شأنها الإخلال بتوازن حافظة مخاطر الوكالة.

ومما تجدر ملاحظته أن من شأن عمليات التأييد الإفادة من ائتمان الدول المؤيدة التي يفترض أنها ستكون من أكثر الدول تمتعاً بالقوة الائتمانية. وتفرض المادة 1 (ج) على وجه التحديد على الوكالة أن تأخذ بعين الاعتبار في قراراتها المتعلقة بإصدار ضمانات الاستثمارات المؤيدة مدى قدرة العضو المؤيد على القيام بالوفاء بالتزاماته المترتبة على تأييده للاستثمار.

وتنص المادة 1 (د) المرفق بالاتفاقية على وجوب أن تقوم الوكالة بصفة دورية بالتشاور مع الأعضاء المؤيدين لاستثمارات بشأن عمليات التأييد. وفضلاً عن ذلك تنص الاتفاقية على تعديل في توزيع الأصوات المخولة للأعضاء فيما يتعلق بالقرارات الخاصة بالاستثمارات المؤيدة حيث يخول كل من الأعضاء المؤيدة لاستثمارات والأعضاء المضيفة لاستثمارات مؤيدة صوتا إضافياً في مقابل ما يعادل كل **10.000** من حقوق السحب الخاصة من المبلغ المضمون في شأن أي استثمار أيده العضو أو استضافة (المادة 7). ولذلك فإنه من الممكن، من الناحية النظرية، ألا تكون الأحكام والشروط التي يصدرها مجلس

الإدارة بشأن عمليات التأييد مطابقة للأحكام والشروط الخاصة بالعمليات التي تقوم بها الوكالة لحسابها من كل الوجوه. ولعل موضوع ضمان الاستثمارات المؤيدة تحدثت عنه الاتفاقية رقم 1 باسهاب حيث تنص على الأحكام التالية:

1)تأييد الاستثمارات:

أ. لأي عضو من الأعضاء أن يؤيد للضمان استثمارا يعتزم تنفيذه مستثمر أو مستثمرون أيا كانت جنسياتهم.

ب. مع مراعاة أحكام الفقرتين (ب) و (ج) من المادة 3، يلتزم العضو المؤيد بالمشاركة مع الأعضاء المؤيدين الآخرين في الخسائر الناشئة عن ضمان الاستثمارات المؤيدة وذلك في حالة عجز صندوق الاستثمارات المؤيدة المشار إليه في المادة 2 عن تغطية تلك الخسائر وفي حدود ذلك العجز، وتكون مشاركة العضو في هذه الحالة بنسبة المبلغ الذي يمثل الحد الأقصى للمسؤولية الاحتمالية عن ضمانات الاستثمارات التي أيدها إلى مجموع المبالغ التي تمثل الحد الأقصى للمسؤولية الاحتمالية عن ضمانات الاستثمارات التي أيدها جميع الأعضاء.

ج. تأخذ الوكالة بعين الاعتبار في قراراتها المتعلقة بإصدار ضمانات وفقا لهذا الملحق مدى قدرة العضو المؤيد على القيام بالوفاء بالتزاماته طبقاً لهذا الحق، كما تعطي أولوية للاستثمارات التي تشارك في تأييدها الدول المضيفة المعنية.

د. تقوم الوكالة بصفة دورية بالتشاور مع الأعضاء المؤيدين لاستثمارات بشأن عملياتها في ظل أحكم هذا الملحق.

2)صندوق الاستثمارات المؤيدة:

أ. يحتفظ بالأقسام وغيرها من الموارد الناجمة عن ضمان الاستثمارات المؤيدة وبعوائد استثمار تلك الأقسام والموارد في حساب خاص يسمى صندوق الاستثمارات المؤيدة.

ب. تخصم من صندوق الاستثمارات المؤيدة جميع المصاريف الإدارية ومبالغ التعويضات المتعلقة بالضمانات الصادرة وفقاً لهذا الملحق.

ج. يحتفظ بأصول صندوق الاستثمارات المؤيدة وتتم إدارتها لحساب الأعضاء المؤيدين بالاستقلال عن أصول الوكالة.

3)طلبات الدفع في مواجهة الأعضاء المؤيدين:

أ. في حالة عجز أصول صندوق الاستثمارات المؤيدة عن الوفاء بمبلغ تلتزم الوكالة بدفعه نتيجة لخسارة ناشئة عن ضمان مؤيد، تقوم الوكالة بمطالبة كل من الأعضاء المؤيدين بدفع نصيبه في مقدار العجز محددا طبقا لأحكام الفقرة (ب) من المادة 1 إلى صندوق الاستثمارات المؤيدة.

ب. لا يكون أي من الأعضاء مسؤولا عن دفع أي مبلغ استجابة لمطالبة طبقا لأحكام هذه المادة إذا كان من شأن ذلك أن يزيد مجموع المبالغ التي دفعها ذلك العضو عن مجموع الضمانات التي تغطي الاستثمارات التي أيدها.

ج. عند انتهاء أي ضمان يغطي استثماراً أيده عضو من الأعضاء، تخفض مسؤولية ذلك العضو بمبلغ مساوي لمبلغ ذلك الضمان، كما تخفض تلك المسؤولية بالتناسب عند قيام الوكالة بدفع أي مطالبة تتعلق باستثمار مؤيد، على أن تظل

تلك المسؤولية قائمة فيما عدا ذلك إلى حيث انتهاء جميع ضمانات الاستثمارات المؤيدة القائمة وقت هذا الدفع.

د. إذا انتفت مسؤولية أي من الأعضاء المؤيدين لاستثمارات عن دفع مبلغ استجابة لمطالبه تتم وفقاً لأحكام هذه المادة نتيجة للقيد المنصوص عليه في الفقرتين (ب) و (ج) من هذه المادة، أو إذ أخل أي من الأعضاء المؤيدين للاستثمارات بالتزامه بدفع مبلغ استجابة لمثل هذه المطالبة، تؤول المسؤولية عن دفع ذلك المبلغ إلى الأعضاء الآخرين المؤيدية لاستثمارات كل بحسب نصيبه. وتخضع مسؤولية الأعضاء لهذه الفقرة للقيد المنصوص عليه في الفقرتين (ب) و (ج) من هذه المادة.

ه. يتم دفع أي مبلغ يتعين على العضو المؤيد دفعه استجابة لمطالبة طبقا لهذه المادة فور المطالبة وبعملة قابلة للتحويل الحر.

4)تقييم العملات والمبالغ المردودة:

تنطبق الأحكام المنصوص عليها في هذه الاتفاقية في شأن اكتتابات رأس المال والخاصة بتقييم العملات وبرد مبالغ الاكتتاب إلى الأعضاء على المبالغ التي يدفعها الأعضاء لحساب الاستثمارات المؤيدة، معدلة بما يقتضيه السياق.

5)إعادة التأمين:

أ. يجوز للوكالة، طبقا للشروط المنصوص عليها في المادة 1، أن تعيد تأمين أحد الأعضاء أو مؤسساته أو مؤسسة إقليمية على النحو الوارد تعريفه في الفقرة (أ) من المادة 20 من هذه الاتفاقية، أو مؤسسة تأمين خاصة في دولة عضو، وتطبق أحكام هذا الملحق الخاصة بالضمانات وأحكام المادتين 20 و 21 من هذه

الاتفاقية على إعادة التأمين طبقا لهذه الفقرة، مع تعديل الأحكام المذكورة على النحو الذي يقتضيه السياق.
ب.يجوز للوكالة أن تعيد التأمين على الاستثمارات التي تضمنها طبقا لأحكامها، وتخصم مصاريف إعادة التأمين في هذه الحالة من صندوق الاستثمارات المؤيدة، ولمجلس الإدارة أن يجيز تخفيض التزام الأعضاء المؤيدين بالمشاركة في الخسائر المنصوص عليه في الفقرة (ب) من المادة 1 آخذا في الاعتبار إعادة التأمين الذي تحصل عليه الوكالة وأن يقرر مدى هذا التخفيض.

6)المبادئ الخاصة بالعمليات:

دون إخلال بنصوص هذا الملحق، تطبق الأحكام الخاصة بعمليات الضمان وبالإدارة المالية المنصوص عليها في الفصلين الثالث والرابع من هذه الاتفاقية، معدلة طبقاً لما يقتضيه السياق، على ضمانات الاستثمارات المؤيدة، باستثناء ما يلي:

أ. تتمتع بالصلاحية للتأييد الاستثمارات في أقاليم أي من الأعضاء، وعلى وجه الخصوص الدول النامية الأعضاء، التي يقوم بها مستثمر أو مستثمرون يتمتعون بالصلاحية وفقا للفقرة (أ) من المادة 1.

ب. لا تكون الوكالة مسؤولة في أصولها الخاصة عن أي ضمان أو إعادة تأمين مما يتم إصداره طبقاً لهذا الملحق، ويتعين أن ينص على ذلك صراحة في كل عقد للضمان أو إعادة التأمين يتم إبرامه.

7)التصويت:

فيما يتعلق بالقرارات الخاصة بالاستثمارات المؤيدة، يكون لكل عضو من الأعضاء المؤيدة لاستثمارات صوت إضافي في مقابل ما يعادل كل 10.000 من حقوق

السحب الخاصة من المبلغ المضمون أو المعاد تأمينه على أساس نظام التأييد، ويكون لكل عضو يستضيف استثمارا مؤيدا صوت إضافي مقابل ما يعادل كل 10.000 من حقوق السحب الخاصة من المبلغ المضمون أو المعاد تأمينه من أي استثمار مؤيد يستضيفه.

ولا يجوز الإدلاء بهذه الأصوات الإضافية إلا في التصويت على القرارات المتعلقة بالاستمارات المؤيدة، وينتمي فيما عدا ذلك إغفالها عن تحديد قوة التصويت لكل عضو من الأعضاء.

رابعا: حدود الضمان:

تسمح مبادئ التأمين المستقرة بأن يزيد مجموع التزامات مؤسسة التأمين على مجموع رأسمالها واحتياطياتها. يتأسس هذا المبدأ على افتراض أنه من غير المعقول أن تتحقق خسارة في الوقت نفسه في شأن كل المخاطر المؤمن ضدها، وينطبق هذا المبدأ على الوكالة في ظل الاتفاقية، إذ تنص المادة 22 (أ) على أنه لا يجوز أن يتعدى مجموع المبالغ التي يجوز للوكالة الالتزام بالمسؤولية الاحتمالية عنها مائة وخمسين في المائة من رأس المال المكتتب فيه مضافاً إليه الاحتياطيات مضافاً إليهما جزءاً من المبالغ المغطاة عن طريق إعادة التأمين وذلك ما لم يقرر مجلس المحافظين بالأغلبية الخاصة خلاف ذلك.

وتنص الاتفاقية على أن ينظر مجلس الإدارة من وقت لآخر في مدى توزع المخاطر التي تتضمنها حافظة الوكالة واحتمالات الخسائر وذلك بغرض تقرير ملائمة التوصية إلى مجلس المحافظين بتحديد نسبة أعلى بين رأس مال الوكالة واحتياطياتها وبين الحد الأقصى لمجموع المبالغ التي يجوز لها أن تلتزم بالمسؤولية الاحتمالية عنها. ويتعين أن يصدر هذا القرار، كما سبق ذكره، بالأغلبية الخاصة على إلا يتجاوز الحد الأقصى المشار

إليه بحال من الأحوال خمسة أمثال رأس المال المكتتب فيه مضافاً إليه الاحتياطيات وقدر مناسب من المبالغ المغطاة عن طريق إعادة التأمين.

وتخول المادة 22 (ب) (1) مجلس الإدارة سلطة تحديد الحد الأقصى لمجموع مبالغ المسؤولية الاحتمالية في ظل جميع عقود الضمان الصادرة لمستثمرين تابعين لعضو واحد من الأعضاء. ومن شأن ذلك إقامة نوع من التوازن بين مساهمة العضو النسبية في الوكالة وبين الفوائد العائدة على مستثمريه. ويلتزم مجلس الإدارة في وضعه لتلك الحدود بأن يأخذ في الاعتبار نصيب العضو المعني في رأس مال الوكالة، فضلاً عن الحاجة إلى وضع حدود أكثر تساهلاً للدول النامية حين تقوم أو يقوم رعاياها بتنفيذ استثمارات في دول نامية أخرى.

وثمة مجموعة أخرى من الحدود يجوز لمجلس الإدارة أن يضعها توخياً لتحقيق توزع المخاطر المشمولة بالضمان على نحو يضمن سلامة الوكالة ويتلافى تركيز المخاطر في مجالات معينة.

وعليه فيمكن وضع حدود تتعلق بحجم المشروع موضوع الاستثمار أو بمجموع الاستثمارات في دولة مضيفة واحدة أو بأنواع معينة من الاستثمارات أو المخاطر أو غير ذلك (المادة 22 (ب) (2)). وحيث أن الغرض الوحيد من هذه الحدود هو تنويع المخاطر، فأنه لا يجوز أن تتأثر الحدود الخاصة بالاستثمارات في الدولة المضيفة بمقدار مساهمة تلك الدولة النسبية في رأس المال.

وتأكيدا لذلك فان المادة 22 تتحدث تفصيلا عن حدود الضمان حيث نصت على انه:

أ. ما لم يقرر مجلس المحافظين بالأغلبية الخاصة خلافاً لذلك، لا يجوز أن يتعدى مجموع المبالغ التي يجوز للوكالة أن تلتزم بالمسؤولية الاحتمالية عنها وفقاً لهذا الفصل ما يعادل مائة وخمسين في المائة من رأسمال الوكالة المكتتب فيه واحتياطياتها، مضافاً إليهما جزءا من المبالغ التي تمت تغطيتها عن طريق إعادة التأمين يحدد مجلس الإدارة، وينظر مجلس الإدارة من وقت لآخر في المخاطر التي تتضمنها حافظة الوكالة في ضوء تجربة الوكالة في شأن المطالبة ودرجة تنوع المخاطر وغطاء إعادة التأمين وغير ذلك من العوامل ذات الصلة وذلك بغية تقرير ما إذا كان من الواجب رفع توصية إلى مجلس المحافظين بتعديل الحد الأقصى للمبالغ التي يجوز للوكالة أن تلتزم بالمسؤولية الاحتمالية عنها، على أنه لا يجوز بحال من الأحوال أن يتجاوز الحد الأقصى الذي يقرره مجلس المحافظين خمسة أمثال رأس المال المكتتب فيه مضافاً إليه الاحتياطيات وقدر مناسب من المبالغ المغطاة عن طريق إعادة التأمين.

ب. دون إخلال بالحد العام للضمان المشار إليه في الفقرة (أ) من هذه المادة، يجوز لمجلس الإدارة أن يحدد:

- الحد الأقصى لمجموع المبالغ التي يجوز للوكالة أن تلتزم بالمسؤولية الاحتمالية عنها في ظل جميع الضمانات التي تصدرها لصالح المستثمرين التابعين لعضو واحد من الأعضاء، ويتعين على مجلس الإدارة في تحديد ذلك الحد الأقصى أن تأخذ في الاعتبار نصيب العضو المعني في رأس مال الوكالة مع تطبيق حدود أكثر تساهلاً في شأن الاستثمارات الصادرة عن الدول النامية الأعضاء.

- الحد الأقصى لمجموع المبالغ التي يجوز للوكالة أن تلتزم بالمسؤولية الاحتمالية عنها في شأن المشروع الواحد، أو في شأن الاستثمارات في دولة مضيفة واحدة، أو في شأن أنواع معينة من الاستثمارات أو من المخاطر أو غير ذلك من العوامل المناسبة لتنويع مخاطر الوكالة.

خامسا: النطاق الشخصي المستثمر الصالح للضمان:

تتطلب الاتفاقية للتمتع بالصلاحية للضمان ان يكون المستثمر من مواطني دولة عضو في الوكالة، غير الدولة المضيفة هذا في حال كان المستثمر شخصا طبيعيا.
اما في حال كون المستثمر شخصا اعتباريا فيشترط ان يكون قد تأسس في دولة عضو، او مقر أعماله الرئيسي يقع في هذه الدولة، أو أن تكون غالبية رأس ماله مملوكة لأشخاص يعتبرون أجانب بالنسبة للدولة المضيفة والتي هي عضو في الوكالة. وهذا ما تطلبته المادة 13 من الاتفاقية.

وفي حال تمتع المستثمر بأكثر من جنسية، عندها يعتد بجنسية العضو في الوكالة إذا كانت الجنسية الأخرى هي لدولة غير عضو. إما أن كان يحمل جنسيتين احدهما جنسية الدولة المضيفة، عندها يعتد بجنسية الدولة المضيفة، ويعتبر من مواطنيها، بما ينتج عن ذلك عدم صلاحية هذا المستثمر لضمان، إلا اذا وافقت الدولة على اعتباره اجنبيا عنها وتوفر شرط تحويل الأصول المستثمرة من خارج الدولة المضيفة.

تنص الاتفاقية بخصوص تسوية المنازعات على ما يلي:-

- الأمور المتعلقة بتفسير الاتفاقية أو تطبيقها والتي تثور بين عضو والوكالة أو بين أعضاء الوكالة، تنص الاتفاقية على إحالة الأمر أولا إلى مجلس الإدارة لاتخاذ قرار بشأنه، ويجوز بعد ذلك رفع الأمر إلى مجلس المحافظين (المادة 56).

- المنازعات التي تنشأ في ظل عقد للضمان أو لإعادة التأمين بين الوكالة والطرف الآخر في العقد، تحال إلى التحكيم طبقا للقواعد التي ينص عليها أو يشار أليها في عقد الضمان او إعادة التأمين (المادة 58).
- المنازعات التي تثور بين الوكالة بصفتها خلف للمستثمر وعضو من الأعضاء، تنص الاتفاقية على تسويتها أما طبقا الإجراءات المنصوص عليها المرفق بالاتفاقية، أو طبقا للإجراءات التي ينص عليها في اتفاق يتم إبرامه بين الوكالة والعضو المعني بشأن إجراءات بديلة لتسوية المنازعات (المادة 57(ب))، وتتعين موافقة مجلس الإدارة بالأغلبية الخاصة على ذلك الاتفاق قبل قيام الوكالة بعمليات في إقليم العضو المعنى، كما يتعين على طرفي الاتفاق في اثناء مفاوضاتهم المتعلقة به ان يتخذا كأساس للاتفاق. واذا قبلت الوكالة الترتيبات المذكورة، يمكن ان ينص الاتفاق المذكور على سبيل المثال على ان تقوم الوكالة اولا باللجوء إلى الإجراءات المتاحة لاقتضاء حقها في ظل قوانين الدولة المضيفة وعلى الا تلجأ إلى التحكيم في غير الحالة التي تتمكن فيها من اقتضاء حقها طبقا للإجراءات المذكورة خلال فترة زمنية محددة.
- ويتعين ان يكفل الاتفاق المذكور للوكالة معاملة فيما يتعلق بحقوق اللجوء الى التحكيم لا تقل مزاياها عن أفضل معاملة يكون العضو المعنى قد وافق على إضفائها على مؤسسة لضمان الاستثمار أو على دولة من الدول بمقتضى اتفاقية تتعلق بالاستثمار. ويمكن أيضا أن ينص الاتفاق المشار إليه على طريق بديلة للتحكيم كالحصول على رأي استشاري من محكمة العدل الدولية.

- المنازعات التي لا تندرج في الفقرات (أ) و (ب) و (ج) أعلاه، والتي تثور بين الوكالة من جهة وأي من الأعضاء أو مؤسسة من مؤسساته من جهة أخرى والمنازعات التي تثور بين الوكالة ودولة زالت عنها صفة العضوية، تتم تسويتها طبقا للملحق (2) المرفق بالاتفاقية، أي عن طريق المفاوضات واذا فشلت المفاوضات عن طريق التوفيق والتحكيم (المادة 57 (أ)).

ولا تستلزم الاتفاقية إتباع إجراءات معينة بشأن التحكيم بين الوكالة والمستفيدين من الضمان أو من وثائق إعادة التأمين.

ومن المتوقع أن تشير عقود الضمان وإعادة التأمين إلى قواعد معترف بها دوليا للتحكيم التجاري كقواعد المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار، أو قواعد لجنة الأمم المتحدة لقانون التجارة الدولي، أو قواعد غرفة التجارة الدولية.

ويتطلب هنا أن يسعى الطرفان أولا إلى تسوية المنازعة عن طريق المفاوضات قبل اللجوء الى التحكيم (المادة 2). فإذا أخففت المفاوضات في تسوية المنازعة يكون للطرفين الخيار بين محاولة تسويتها عن طريق إجراءات التوفيق أو اللجوء إلى التحكيم، فإذا اتفق الطرفان على اللجوء الى التوفيق، فانه لا يحق لأي منهما ان يلجأ إلى التحكيم قبل فشل التوفيق (المادة 3) وتنص المادة 4 (ز) المشار إليه على أن تطبق هيئة التحكيم (ويشار إليها بالهيئة) "نصوص هذه الاتفاقية وأي اتفاقية بين طرفي المنازعة ذات صلة بها، ونصوص ولوائح الوكالة.

وأنظمتها الداخلية، وقواعد القانون الدولي واجبة التطبيق، والقانون المحلى للعضو المعنى، فضلا عن نصوص عقد الاستثمار الواجبة التطبيق، أن وجدت، "وتدخل في الإشارة إلى القانون المحلى للعضو المعنى قواعد تنازع القوانين، وفي حالة التعارض بين

قواعد القانون الدولي والقواعد التي انفرد بإصدارها أي من طرفي النزاع، تطبق المحاكم الدولية قواعد القانون الدولي.

وتكون قرارات هيئات التحكيم نهائية وملتزمة للطرفين (المادة 4 (ج)، كما تتمتع بالقابلية للتنفيذ في إقليم كل من الأعضاء كما لو كانت أحكاماً نهائية صادرة من محكمة الدولة المعنية. ويخضع تنفيذ قرارات هيئات التحكيم للقوانين المتعلقة بتنفيذ الأحكام في الدولة المطلوبة تنفيذ القرارات المذكورة في أراضيها (المادة 4(ى) ويعكس ذلك المصلحة المشتركة لجميع الأعضاء في السلامة المالية للوكالة.

وقد نصت الاتفاقية لتسوية المنازعات على كل هذه الأحكام تفصيلا. وحددت الاتفاقية مجال تطبيق ذلك في المادة الأولى منه حيث نصت على انه:

"تسوى جميع المنازعات المنصوص عليها في المادة 57 من هذه الاتفاقية طبقا للإجراءات المنصوص عليها في هذا الملحق وذلك في غير الحالات التي تكون الوكالة قد دخلت مع عضو من الأعضاء في اتفاق طبقاً للفقرة (ب) (2) من المادة 57".

الفصل الثالث عشر

مخاطـــر العملات وكيفيـــــة الحماية منها

مخاطر العملات وكيفية
الحماية منها

مخاطر التحويل:

وهي مخاطر تنشأ نتيجة لمتطلبات أساسية للتقرير المالي للحصول على حسابات مجمعة لمجموعة من الشركات، وتحويل الوضع المالي بالفروع الأجنبية التابعة للشركة إلى عملية الشركة الأم، كلما استعان في ذلك في تقريرها أنه وقعت خسارة في استثماراتها بالعملة الأجنبية. أن مخاطر التحويل تؤثر في التقرير وعلى قيم الميزانية العمومية، ولا تتضمن إمكانية تحقيق مكاسب أو وقوع خسائر.

مخاطر الصفقات

إن دخل للحصول على العملة الأجنبية تظهر هنا مخاطرة الصفقات، وتكون ملزمة لها، أو يجب سداد مبلغ بالعملة الأجنبية في تاريخ محدد في المستقبل، على أنه يتم تحويل دخل العملة إلى عملية أخرى محلية، والذي قد يصبح أقل من المتوقع.

قد تنشأ المخاطرة لفترة قصيرة، وستظل هي المستمرة في الظهور للشركة التي تمارس عمليات البيع والشراء خارج حدود البلاد بانتظام.
مثال على ذلك:-

تم شراء سلع من كندا بسعر(120,000) دولار، ويجب تسديد هذا المبلغ خلال (3) أشهر، علماً بان سعر الصرف كان (1) دولار= (20)دولار.
أذن (6.000 دولار =120,000/20) خلال ثلاثة أشهر للسداد المورد.

يلاحظ من المثال السابق أن الشركات تمتلك 120,000 دولار، معرضاً لمخاطرة العملة. وهناك ارتفاع في هذه الحالة في قيمة الدولار أثناء تلك الفترة. كذلك اذا بلغ سعر الصرف بعد (3) أشهر (1) دولار =(18) دولار، فأن الشركة ستقوم بدفع (6,66) دولار لشراء الدولارات المطلوبة، وهذا سيؤدي إلى دفع الشركة (666) دولار زيادة عما كان متوقعاً.

أما إذا انخفض قيمة الدولار أثناء فترة التعرض لمخاطرة العملة، فأن سعر شراء دولارات (كندا) بالدولار الأمريكي سينخفض.

تقييم مخاطر العملة

الأمور التي يجب مراعاتها خلال مراقبة مخاطر العملة تشمل:-

1) **طبيعة المخاطرة**: وهي أكثر مخاطرة للصفقات لسبب كثرة عقوباتها المحتملة للنقدية، بشكل أكثر من مخاطر التحويل.
2) **تفاصيل العمل**: والتي هي القرارات التي تتخذها الإدارة للتعامل مع المخاطر على درجة كبيرة للتأكد من تقديرات إيرادات العملة الأجنبية.
3) **حجم مخاطرة العملة**:حيث تتعلق بحجم التدفقات للشركة النقدية وأرباحها.
4) **تحركات سعر الصرف**: من المحتمل أن يكون سعر الصرف مرتفعاً أكثر من كونه منخفضاً، أثناء فترة العرض للمخاطر.

الحماية من المخاطر

هناك أسباب تدعو للحماية من المخاطرة منها موقف الشركة تجاه مخاطر العملة، ومدى جدية المخاطرة المحتملة. وبذلك أن عمليات الحماية من مخاطر العملة تعد من

الأمور المهمة لمعظم المؤسسات المالية، وهناك الشركات التي تفضل الحماية من أنواع المخاطرة كافة والتي ترى أن الإخفاق في إجراء الحماية يعد قراراً باتخاذ مكان في السوق.

الحماية من المخاطرة المفترضة للتغطية وفتراته الزمنية

أولاً: هنالك إجراءات للحماية من المخاطر تشمل:

- حجم التعرض لمخاطرة العملة سواءً كبيرة كانت أم صغيرة.
- المخاطرة غير المهمة.
- سيؤدي التعرض للمخاطرة إلى تحقيق مكاسب.
- المخاطرة غير مقبولة ولا بد من اتخاذ إجراءات الحماية.
- الحماية الجزئية المحدودة من بعض المخاطر.

ثانياً: فترة التغطية للحماية من المخاطر تشمل:-

- وجود تغطية تبلغ نسبتها من (0-25%) للمخاطر المتوقعة خلال فترة ممتدة حتى أربعة سنوات أو أكثر.
- وجود تغطية تبلغ نسبتها(25-50%) للمخاطر المتوقعة خلال الفترة من عامين الى أربعة أعوام.
- وجود تغطية تبلغ(50-75%) للمخاطر المتوقعة خلال الفترة من عام إلى عامين.
- وجود تغطية تبلغ (100%) للمخاطر التي تنشأ في غضون الستة أشهر القادمة.

يجب أن تظل الإدارة في ظل حجم المخاطرة المحتملة للعملة، والقيود الموضوعية على مخاطر العملة المسموح بها، كما أن اختيار عدم الحماية للمخاطر لا بد من أن تكون قراراً واعياً ومناسباً يعتمد على التأكد من ان المخاطر بسيطة وغير مهمة.

ويجب فرض فترة محددة للمخاطرة تتمثل في انه اذا أصدرت شركة ما قوائم أسعار بالعملة الأجنبية، أدى ذلك لان يكون لديها فترة معينة تمتد ما بين (3 الى 6 اشهر) يتم استبدالها أو تغيرها بعدها.

أو عند إجراء مناقصة على عقد ما خارج حدود البلاد، فأن ذلك يؤدي بالشركة الى تضيع فترة محددة للعرض الذي تقدمه. ويجب تسليم المدفوعات قبل تاريخ الاستحقاق أو بعده، وبذلك يؤدي الى تحركات سلبية لأسعار الصرف، والتي تقدم على حماية نفسها ضد المخاطرة في تأجيل مدفوعات العملة الأجنبية إلى أن تتجاوز موعد استحقاقها، أو سداد مدفوعات العملة الأجنبية قبل تاريخ الاستحقاق.

تخفيف المخاطرة الإنتاجية

هنا يتم التركيز على تقليل التكاليف للنشاط الممارس، ويتم ذلك دون أي مخاطر في المنتجات أو مستوى الخدمات. كما تركز اغلب الشركات طاقاتها على خفض تكاليف وحدات الإنتاج التابعة لها لضمان المنافسة الشديدة في الأسواق الأجنبية.

التوقيت المناسب لاستحقاق المدفوعات

تظهر مخاطر ضد التحركات السلبية لأسعار الصرف، وتتم بإحدى الطريقتين هما:-

1) تأجيل مدفوعات العملة الأجنبية قدر المستطاع.
2) السداد قبل تاريخ الاستحقاق.

سياسات الحماية من المخاطر

1) تحسين الإنتاجية وتقليل التكاليف.
2) الحماية الهيكلية من المخاطر.

3) نقل المخاطرة إلى الآخرين.
4) تسليم المدفوعات قبل تاريخ الاستحقاق أو بعده.
5) الحماية من المخاطر بواسطة الأدوات المالية.

حماية العملة الأجنبية ومدفوعاتها

هناك هيكلية توضع عند وجود مخاطر في العملة خلال فترة التعرض لهذا المخاطر تتمثل:-

1) تحويل العملة المفترضة إلى العملة المحلية بالسعر النقدي الحالي.
2) اقتراض العملة ويتم التوافق لتاريخ استحقاقها للقرض مع تاريخ الاستلام النهائي للدخل من العملة.

أن هاتين الخطوتين تساعدان على تثبيت السعر للصرف لدخل العملة النهائي، وفيه يتم سداد رأس مال القرض من دخل العملة، وسداد الفائدة على قرض العملة الأجنبية.

أما مدفوعاتها فتتمثل في الدخل النقدي المستحق دفعه بالعملة الأجنبية، كذلك القيام بشراء العملة الأجنبية في الوقت الحالي بسعر صرف اليوم، وسداد المبلغ المقترض أثناء القيام بهذا الاستثمار مضافة إليه الفائدة المتراكمة، ويمكن إجراء مطابقة بين المبلغ المطلوب والدخل للحد من التعرض لمخاطرة العملة.

التوافق المزدوج للعملات

أن التوافق المزدوج للعملات يعد من أهم الطرق لحماية العملات من المخاطر، وتشمل على ما يلي:-

- انتماء أسعار الصرف بين العملات التي تنتمي لمجموعة واحدة أكثر ترابطاً .

- تمتاز أسعار الصرف للعملات باستقرار أكبر بما تمتاز أسعار الصرف بين العملات التي تنتمي لمجموعات أ كتل مختلفة.
- ترتبط الحكومات بين عملاتها والعملات الأخرى بسبب تشجيع التجارة الدولية داخل كتلة تجارية تتألف من عدة دول، كذلك لسبب الدفاع عن المراكز التنافسية لمنتجات دولة ما.

الحماية بالعقود الآجلة

1) تثبت سعر الصرف الآجل: ومهمتها مساعدة الأداة الرئيسية لتغطية مخاطرة العملة من قبل الشركات العادية من غير البنوك، ويتم التثبيت عند الشراء أو البيع الأجل للعملة.
2) السعر الآجل: وهو الفارق بين السعر الفوري والسعر الآجل، مثل الدولار النوزيلندي يتم تسعيره آجلا أمام الدولار بقيمة تقل عن السعر الفوري.

وهناك طريقة لاختيار بين الشراء أو البيع بالسعر الآجل، وتتمثل هذا في:-

- القضاء على مخاطرة العملة بإعداد عقد اجل في تاريخ التحصيل أو السداد المتوقع.
- الانتظار لحين حلول موعد تاريخ استحقاق العملة أو تاريخ السداد بها، ومن ثم القيام بشراء أو البيع بأي سعر فوري متاح.

ويلاحظ هنا أن تسعير النقاط الآجلة لكل من أسعار البيع والشراء، فأن العملة المتغيرة تكون قيمتها الآجلة أعلى من قيمتها الفورية، ويتم حساب السعر الآجل بخصم النقاط الآجلة من السعر الفوري إذا كانت النقاط الآجلة لسعر الشراء أقل من سعر البيع، فأن العملة المتغيرة تكون ذات قيمة آجلة أقل من قيمتها الفورية.

3) **تاريخ تسوية الاستحقاق للدفع**: ويجب أن تكون مناسبة لمتطلبات العميل، ويلاحظ انه في العقود الآجلة التي يتم تحديدها في عدد شهور معينة للاستحقاق قد يكون شهر أو شهرين أو ستة أشهر أو سنة....الخ، يتم هنا تحديد تاريخ التسوية من تاريخ الاستحقاق الفوري.

4) **إنهاء العقد الآجل:**- عندما تكون هناك صفقة مهمة تتسبب في فرض احتمال تغطية مخاطرة العملة، يمكن للشركة أن تعد لإبرام عقد اجل لتغطية الصفقة التي قد لا يتم أجراؤها أو يتم إجراؤها مبكراًً أو متأخراً عما كان متوقعاً لها. ولكن هنالك سلبيات تصاحب إنهاء العقد تتمثل في مخاطرة العملة التي تتسم كونها ذات وجهين أهدهما يحقق ربحاً والآخر خسارة، لذلك فأن مدة استحقاق العقد الآجل يعد الصفقة الأساسية إلى ما بعد تاريخ التسوية الواردة في العقد الآجل، وعندما يوافق البنك على مد فترة استحقاق العقد الآجل، فأنه يقوم بالإعداد لصفقة مبادلة آجلة من خلال:

- إبرام عقد جديد يتم من خلاله تسوية السعر.
- إنهاء العقد القديم.

5) **فترة الغطاء الآجل**: يعتمد ذلك العقد على استمرار فترة زمنية معينة في العملة، وتتسم السوق الآجلة بأنها أقل سيولة في بعض العملات عن العملات الأخرى، وتقل سيولة في حالة العقود طويلة الأجل. يصعب في بعض الأحيان على البنوك الإعداد لغطاء آجل يتجاوز تاريخ التسوية فيه

عامين أو سنة واحدة، فقط العقود الجلة تكون لستة أشهر وتستخدم لتغطية مخاطر العملة قصيرة الجل.

6)تغطية مخاطر الصفقات: بمقدور الشركات المالية أن تقترض أو تودع مبلغاً معيناً من العملة لتحقيق التغطية منها من خلال:-

- عند سداد مبلغ ما في المستقبل، فأنه يمكن تغطية المبلغ عن طريق شراء عملة في الوقت الحالي بالسعر الفوري، وإيداعها حتى تاريخ الاستحقاق.
- عند التوقيع للعقد استلام إيراد ما في المستقبل قد تحصل الشركة على قرض بعملة معينة.

الفصل الرابع عشر

قيـــاس المخاطر الاستثماريـــــة

قياس المخاطر الاستثمارية

أولاً: المخاطرة المنتظمة أو المخاطرة غير القابلة للتنويع

يوفر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إطار عام لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة على كل أنواع الأصول، ولا يستخدم النموذج المخاطرة الكلية ولكن فقط جزءً منها وهي ما يسمى بالمخاطرة المنتظمة.

هي ذلك الجزء من المخاطرة لورقة مالية الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل، وبالتالي لا يمكن التخلص منه من خلال التنويع لأنه يؤثر على كل الشركات تقريباً في نفس الوقت. ومن بين هذه العناصر هناك التضخم وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية، يؤدي الارتفاع في أسعار الفائدة مثلاً، إلى انخفاض في أسعار السندات.

ثانياً: المخاطرة غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع

هو ذلك الجزء من المخاطرة لورقة مالية الذي تسببه عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدته من خلال التنويع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن بين عناصر المخاطرة غير المنتظمة هناك إضراب العمال وسوء إدارة الشركة ومستوى عالي من الديون.

ثالثاً: الانحراف المعياري

هو مقياس إحصائي لانتشار توزيع العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_i (r_i - \bar{r})^2}$$

حيث:

σ :الانحراف المعياري

r_i :العائد المحتمل i

$\bar{r}$:القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة

p_i :احتمال العائد i

تمرين : المشروع:A

العوائد المحتملة	الاحتمالات
600$	0.3
1000$	0.5
1300$	0.2

القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة للمشروع: A

$$\bar{r}_A = (0.3)(\$600) + (0.5)(\$1000) + (0.2)(\$1300) = \$940$$

الانحراف المعياري للمشروع: A

$$\sigma_A = \sqrt{(0.3)(\$600 - \$940)^2 + (0.5)(\$1000 - \$940)^2 + (0.2)(\$1300 - \$940)^2}$$
$$= \sqrt{\$34680 + \$1800 + \$25920} = \sqrt{\$62400} = \$249.79$$

رابعاً: معامل الاختلاف

يكون الانحراف المعياري مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين (أو سهمين) تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية. ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة

للمشاريع، يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد.

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{r}}$$

حيث:

σ :الانحراف المعياري

$\bar{r}$:القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة

تمرين: إضافة إلى المشروع(A) معطياته مبينة في التمرين هناك المشروع B وله قيمة متوقعة للعوائد المحتملة تساوي 1080$ وانحراف معياري يساوي: 391.92$

معامل الاختلاف للمشروع: A

$$CV_A = \frac{\sigma_A}{r_A} = \frac{\$249.79}{\$940} = 0.26$$

معامل الاختلاف للمشروع: B

$$CV_B = \frac{\sigma_B}{r_B} = \frac{\$391.92}{\$1080} = 0.36$$

إذن المشروع B أكثر مخاطرة من المشروع.A

خامساً: معامل بيتا

يقيس مخاطرة السهم بالنسبة لمخاطرة السوق.

$$Beta_i = b_i = \frac{Co\,var\,iance\,(r_i, r_m)}{Variance_m}$$

$$= \frac{\rho_{im}\sigma_i\sigma_m}{\sigma_m^2}$$

حيث:

$Covariance(r_i, r_m)$:التبايـن المشترك بين معـدل العائـد على السهم i ومعدل العائـد على محفظـة السوق (m)

σ_m^2 أو $Variance_m$:التباين في العوائد على محفظة السوق

ρ_{im} :معامل الارتباط بين السهم i ومحفظة السوق (m)

σ_i :الانحراف المعياري للسهم i

σ_m :الانحراف المعياري لمحفظة السوق (m)

تفسير b_i:

يفسر معامل بيتا للسهم i أو لمحفظة بالنسبة لمعامل بيتا لمحفظة السوق والذي يساوي 1.

- $b_i > 1.0$ مخاطرة السهم i أكبر من مخاطرة السوق
- $b_i = 1.0$ مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق
- $b_i < 1.0$ مخاطرة السهم i أقل من مخاطرة السوق
- $b_i = 0$ السهم i غير مرتبط بمخاطرة السوق
- $b_i = -1.0$ مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق ولكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عن العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطرة. وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطرة الى معدل العائد الخالي من المخاطرة .

$$r_i = r_f + b_i(r_m - r_f)$$

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

حيث:

r_i :معدل العائد المطلوب على السهم i

r_f :معدل العائد الخالي من المخاطرة

b_i :معامل بيتا للسهم i

r_m :معدل العائد على محفظة السوق

$b_i(r_m - r_f)$:علاوة المخاطرة، أي معدل العائد المطلوب إضافة الى معدل العائد الخالي من المخاطرة

$(r_m - r_f)$:علاوة مخاطرة السوق

تمرين : المعطيات:

b_c : 1.6

b_D : 0.7

r_f : 6%

r_m : 12%

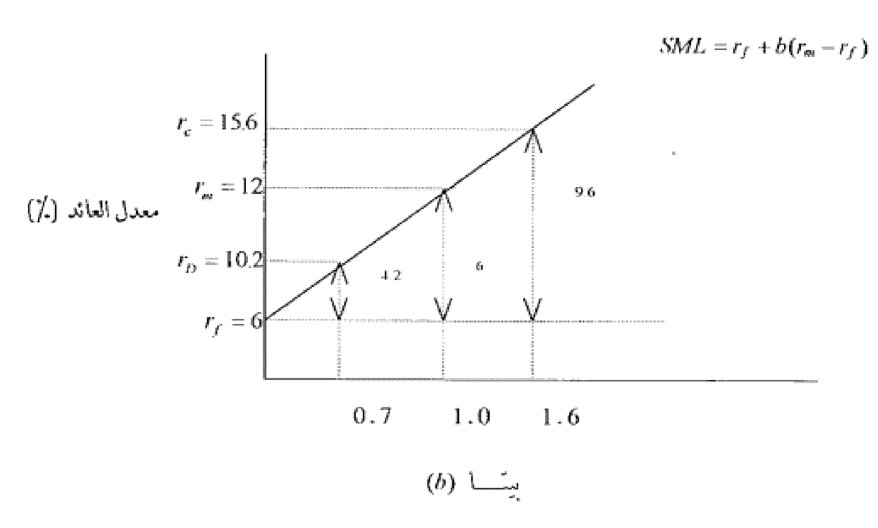
ما هو r_c و r_D ؟

$$r_c = 0.06 + (1.6)(0.12 - 0.06)$$
$$= 0.156 = 15.6\%$$
$$r_D = 0.06 + (0.7)(0.12 - 0.06)$$
$$= 0.102 = 10.2\%$$

خط سوق الأوراق المالية

يمثل خط سوق الأوراق المالية (**Security Market Line - SML**) العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب على ورقة مالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا. فعند مستوى معين من المخاطرة المنتظمة، يبين خط سوق الأوراق المالية معدل العائد المطلوب المقابل.

إن ميل خط سوق الأوراق المالية هو علاوة مخاطرة السوق $(r_m - r_f)$ وهو ثابت .



بيتــا (b)

حيث:

علاوة المخاطرة للسهم C = 9.6% =

علاوة المخاطرة للسهم D = 4.2% =

علاوة مخاطرة الســوق = 12% - 6% = 6% =

الفصل الخامس عشر

التخاصية وأثرها على الاستثمارات

التخاصية وأثرها على الاستثمارات

تعريف الخصخصة:

هي زيادة في الملكية الخاصة مع دعم القطاع الخاص للقيام بدور إيجابي في التنمية عن طريق بيع معظم القطاعات الإنتاجية العامة كلياً أو جزئياً للقطاع الخاص. أو هي تحويل الملكية العامة (الدولة) إلى ملكية خاصة (الأفراد أو الشركات بأنواعها) ضمن ضوابط وقوانين الدولة.

أهداف الخصخصة

1) التقليل من الأعباء المالية.
2) إعادة تحديد وتوضيح دور الدولة في النشاطات الإنتاجية.
3) العمل على زيادة وتحسين الإنتاجية.
4) المساهمة في زيادة حجم المشاريع التنموية.
5) زيادة حجم الملكية الخاصة.
6) جذب وتوسيع مجالات الاستثمارات الخارجية.
7) الحصول على التكنولوجيا وعصر العولمة.
8) العمل على إعادة توزيع الدخول وتحقيق العدالة الاجتماعية.
9) دعم الديمقراطية وتشجيع اللامركزية التي تسمح بإعطاء الصلاحيات الواسعة.
10) تحسين مستويات المعيشة للمجتمع من خلال زيادة حجم المشاريع الإنمائية وزيادة معدل النمو الاقتصادي مما يساعد على توفير فرص عمل جديدة للناس.

طرق يمكن إتباعها للقيام بالتحول للقطاع الخاص (الخصخصة)

1) إنهاء ملكية الدولة: حيث تحاول الحكومة في إنهاء ملكيتها للمشروعات أو الممتلكات العامة، وهنا التحولات واضحة ومباشرة وإيجابية.
2) التفويض: هنا الحكومة تقوم بإعطاء وكالة وحدات القطاع الخاص، لكي تقوم بتقديم خدمات بدلاً منها، ويشترط في هذه المرحلة أن تكون تدريجية، ويراعى هنا نسبة التحول وسرعة الإنجاز وفقاً للظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية. وهنا تقوم الحكومة بمواصلة مرحلة الإشراف والرقابة والمساءلة حول النتيجة النهائية. ويأخذ التفويض أحد الأشكال التالية: الامتياز، المنح، الإلزام، الكوبونات.
3) الإحلال: أي إحلال القطاع الخاص مكان القطاع العام لأداء النشاطات والأعمال. وبذلك إعطاء القطاع الخاص الفرصة لإظهاره ونموه طبيعياً ويكون بذلك سعي الحكومة ليس مباشراً.

دوافع الخصخصة:

1) الدافع السياسي: حيث يدل هذا الدافع على مفهوم الحرية الإنسانية وتشجيع احترام الفرد وتقديره وإعطائه الحرية الكاملة في ممارسة نشاطات اقتصادية وإدارية واجتماعية، كما تهدف بعض الحكومات إلى تحسين المستويات المعيشية من خلال إيجاد فرص العمل وتحقيق الرضا الاجتماعي بين المواطنين.
2) الدافع المالي: يعتبر العجز المتواصل والمستمر في الموازنة العامة خاصة في دول العالم النامية من الأمور التي شجعت إلى خصخصة بعض القطاعات. حيث هذا

العبء الكبير على الحكومات الأمر الذي دفعها إلى تلك الخصخصة للتخفيف من هذه الأعباء، والمساعدة على التخلص من طلب القروض والمساعدات.

3) الدافع الإداري: تركز الخصخصة هذه على رفع المنافسة الحرة، وهذا يعني ضرورة البحث عن موارد بشرية متميزة وماهرة خاصة في مجال سياسات التعيين وأمور التوظيف والحوافز والعمل على تنمية مهارات وقدرات هؤلاء الأفراد إضافة إلى التركيز على ضرورة توافر أبنية تنظيمية متطورة من حيث الهياكل وطرق وأساليب العمل والإجراءات.
4) الدوافع الاقتصادية: حيث يدل هذا الدافع على ما يتمتع به القطاع الخاص من مرونة وقدرات ومهارات بشكل يساعد أكثر على تشجيع الاستثمار وزيادة رأس المال وتحسين فرص العمل وتخفيف البطالة.

المعوقات والقيود على برنامج الخصخصة

1) **القيود الاجتماعية**: هذه القيود تظهر من خلال:

تبرز أهمية القيود الاجتماعية في المنشآت ذات النشاط الاحتكاري على مستوى الدولة، مثل منشآت الخدمة العامة (كهرباء- اتصالات- مياه) حيث يخشى أن يترتب على الخصخصة ارتفاع أسعار الخدمة.

2) **القيود القانونية:**

من أهم القيود القانونية قوانين العمل التي صدرت في ظل تملك الحكومة لمؤسسات العمل والتي أعطت العمال حقوقاً تفوق بكثير من المسؤوليات والمهام الملقاة على عاتقهم.

انعكاسات الخصخصة على مشكلة البطالة

1) الإجراءات الحكومية المصاحبة والمهيئة لعملية الخصخصة والمتمثلة في تقليص دور الدولة في المجال الاقتصادي عموماً وانسحابها من العديد من الأنشطة التي كانت تديرها بواسطة القطاع العام وهو ما يستتبع حتماً تقليص معدل نمو التشغيل في القطاع العام ومنشآته، وبالتالي انخفاض مستوى التشغيل وزيادة البطالة.
2) ومن سياسة خفض الإنفاق العام وتهيئة المشروعات العامة للخصخصة إخضاع القطاع العام لإعادة هيكلة مؤسسية ومالية تستهدف تقليص عدد العاملين فيه.
3) تنظيم عملية الاستغناء عن باقي العمالة الزائدة في مشروعات القطاع العام، نظراً لأن التشريعات القائمة في العديد من الدول في تقييد حرية وحدات القطاع العام، بالتخلص من العمالة الزائدة فيها، باعتبارها لا تتضمن أي إجراءات تشريعية أو تنظيمية تتعلق بهذا الغرض. لذا فإن الأمر يتطلب من هذه الوحدات صياغة برامج خاصة تؤدي إلى إجراء التخفيض اللازم في حجم عمالتها دون أي إجبار أو إرغام.

ووفقاً لذلك، فإنه يتعين أن تتضمن هذه البرامج خططاً لتقديم المساعدات الفنية والمالية اللازمة لدعم منشآت القطاع العام في معالجة أوضاع العمالة الزائدة لها، ولعل من أول الإجراءات التي يجب أن تنطلق منها هذه البرامج: إجراء تقييم لأداء العاملين في المشروعات العامة، وفق نظام فعّال يوفر أساساً موضوعياً لتحديد مدى مساهمة كل فرد في تحقيق أهداف المشروع بضوء مساهمته في العملية الإنتاجية، ولا شك في أن تقييم أداء العاملين في أي مشروع، يحقق مصلحة فردية، فهو يخدم الإدارة ومصلحة المشروع من جهة ويخدم الأفراد العاملين من جهة أخرى.

باعتبار أن الأفراد عندما يشعرون بأن هناك نظاماً دقيقاً وفعالاً لتقييم أدائهم، فإنهم سيبذلون جهوداً مكثفة لبلوغ درجات عالية في التقييم، وهذا بدوره يخدم تحقيق الأهداف والخطط الإنتاجية للمشروع، ويؤدي لرفع كفاءته الإنتاجية والاقتصادية، ويخدم في الوقت ذاته الأفراد العاملين لأنه سيؤدي لإشباع رغباتهم وطموحاتهم للحصول على فرص مضافة للترفيه أو الحصول على مكافآت مالية أو معنوية جديدة وغير ذلك من الطموحات الأخرى. وينظر لعملية تقييم أداء العاملين على أنها العملية التي بموجبها يتم قياس أداء الأفراد طبقاً لمهام وواجبات الوظيفة في ضوء الإنجاز الفعلي لكل فرد وسلوكه وأدائه ومدى استعداده لتحسين وتطوير الإنتاج، الذي يقدمه ولذلك تعتبر هذه العملية أحد المداخل الهامة لاتخاذ القرارات المناسبة بشأن العمالة الزائدة.

4) رفع كفاءة استخدام فائض العمالة الموجودة في القطاع العام. يمتاز هذا الإجراء بأنه يؤدي إلى التقليل من حجم العمالة التي يتعين التخلص منها في مشروعات القطاع العام؛ من خلال وضع مجموعة من السياسات العملية التي تسمح بزيادة مستوى تشغيل العمالة في هذا القطاع دون تحميله بأعباء مالية إضافية. ويمكن أن يتم ذلك من خلال:-

- إعادة تنظيم عنصر العمل داخل كل وحدة من وحدات القطاع العام بحيث يمكن الاستفادة من العمالة الزائدة في بعض التخصصات لمواجهة العجز في التخصصات الأخرى مع مراعاة أن تتم إعادة التوزيع على أسس موضوعية تكفل لكل فرد من مزاولة عمل منتج يلاءم مهاراته وقدراته لضمان مستوى عالٍ من الأداء والإنتاجية.
- خلق أنشطة جديدة في مشروعات القطاع العام، تساعد على امتصاص العمالة الزائدة من جانب ترفع من الكفاءة الإنتاجية لهذه المشروعات للأسواق المحلية أو الخارجية

كما يفتقر وجود وحدات للبحوث وتطوير المنتجات أو مراجعة الجودة التي تهدف إلى جعل المنتجات لهذا القطاع أكثر توافقاً مع المتغيرات في أنماط الطلب.

- العمل على استغلال كافة القطاعات الإنتاجية العاطلة عن طريق التحليل الدقيق للأسباب المسؤولة عن حدوثها ووضع الحلول الملائمة لها، في ضوء الظروف السائدة في كل وحدة على حدة.
- يمكن العمل على رفع الهيكل المهني والمهاري للعاملين عن طريق إعداد برامج تدريبية متنوعة سواء داخل المنشأة نفسها أو بالتعاون مع مراكز تدريب خارجي عامة أو خاصة، بحيث تتواكب مخرجات هذه البرامج من الاحتياجات الفعلية لوحدات القطاع العام حالياً أو المتوقع الاحتياج إليها في المستقبل القريب بعد إتمام عملية إعادة هيكلتها.

5) **المساعدة بتخطيط المستقبل الوظيفي**: وتتمثل هذه الخدمة بمساعدة وإرشاد العاملين الذين تم الاستغناء عن خدماتهم وبعد خروجهم من المشروع لكيفية تخطيط مستقبلهم مثل إسداء النصح لهم لاستخدام تعويضاتهم المالية بإنشاء مشروعات صغيرة منتجة وكيفية البدء بذلك.
6) **التدريب**: يحتاج العاملون المستغنى عنهم للتدريب بغرض تهيئتهم لمواجهة الحياة ولهذا فقد تكون الخدمات المقدمة لهم من المشروع عبارة عن تدريب على مهارات جديدة تفيدهم بإضافة قيمة جديدة لهم.

ولعل من اللازم بهذا المجال: الإشارة ولو بشكل سريع إلى أن التجارب التي اتبعتها بعض الدول بمجال علاج ظاهرة العمالة الزائدة للاستفادة من التجارب التي حققت نجاحاً وأخذ العبر من تلك التي كان مصيرها الفشل .

الخصخصة وآثار الاستثمار في الدول العربية

1)الأردن:

أسباب للاستثمار في الأردن

أ) الموقع الإستراتيجي والفريد من نوعه:

- يقع الأردن عند التقاء أوروبا وآسيا وإفريقيا .
- يمثل محور مواصلات بين دول الشرق الأوسط .
- يطل على البحر الأحمر من خلال ميناء العقبة، والموانئ الأخرى من خلال الدول الأخرى المجاورة.

ب) البيئة السياسية المستقرة:

- القيادة المخلصة والمستقرة في المملكة الأردنية الهاشمية والتي يساندها برلمان منتخب بطريقة ديمقراطية .
- حرية المعتقد والكلام والصحافة والتنظيم الحزبي والملكية الخاصة مضمونة تماماً .
- الالتزام الثابت من الأردن تجاه نظام المشروع الخاص.

ج) اقتصاد موجه نحو السوق الحرة:

- لقد اختار تقرير مؤسسة التراث للمنافسة العالمية لعام 1998 الأردن كرائد في المنطقة، وهو الذي يتقدم في الترتيب من حيث الحرية الاقتصادية على كل من مصر وإسرائيل .
- تعتمد السياسات الاقتصادية على الأسلوب الموجه للخارج بقيادة القطاع الخاص .
- أن الخصخصة مستمرة للمشاريع الحكومية الرئيسية .
- التقدم الكبير في الإصلاح الهيكلي والقانوني.

د) رزمة من الحوافز والإعفاءات لتشجيع الاستثمار:

- كافة المشاريع معفاة من ضريبة الدخل والخدمات العامة بنسب تصل إلى 25%، 50% و 75% لمدة 10 سنوات تبعاً لموقع المشروع .
- كافة الموجودات الثابتة المستوردة معفاة بنسبة 100% من الضرائب والرسوم الجمركية .
- يمكن إعفاء قطع الغيار للموجودات الثابتة من الرسوم والضرائب .
- إعفاء إضافي من الجمارك وضريبة الدخل مضمون لتوسيع وتحديث وتطوير المشاريع القائمة .
- لأغراض التجديد فإنه يمكن للفنادق والمستشفيات أن تشتري الأثاث واللوازم بدون رسوم جمركية مرة كل سبع سنوات.

ه) الوصول إلى الأسواق العالمية:

- الوصول لأسواق الاتحاد الأوروبي معفى من الضرائب .
- الوصول إلى أسواق أكثر من 10 دول عربية من خلال الاتحاد العربي للتجارة الحرة AFTA .
- اتفاقيات ثنائية وبروتوكولات تفضيلية تجارية من أكثر من 20 دولة عربية .
- وصول معفى من الضرائب والحصص لسوق الولايات المتحدة من خلال المناطق الصناعية المؤهلة . QIZ
- عضو في هيئة ضمان الاستثمار متعددة الأطراف.

و) المناطق الحرة والمدن الصناعية:

- تدير مؤسسة المناطق الحرة منطقتان صناعيتان تعملان بطاقة كاملة في كل من العقبة والزرقاء. وهناك منطقتان أخريان تحت الإنشاء في كل من مدينة سحاب الصناعية ومطار الملكة علياء الدولي في عمان .
- هناك خمسة مناطق حرة خاصة في الأردن تستخدم أكثر من 2500 موظف في صناعات مثل المواد الكيماوية والأسمدة وتغليف اللحوم .
- تدير مؤسسة المدن الصناعية ثلاث مدن صناعة عاملة بالكامل في كل من عمان وإربد والكرك كما تم مؤخراً افتتاح مدن صناعية أخرى خاصة.

ز) الموارد البشرية المؤهلة والمنافسة:

- وفرة الأيدي العاملة الماهرة والمدربة .
- وفرة نسبة عالية من الشباب المتعلمين تعليماً عالياً بين السكان .
- 87% من السكان متعلمين .
- يتلقى 17% من الأردنيين التعليم العالي .
- نسب أجور ذات تنافسية عالية.

ح) بنية تحتية ونظام اتصالات على مستوى عالٍ:

- شركة هاتف حكومية تعمل على أساس تجاري، وقد تم خصخصة ما نسبة 49% من ملكية الشركة .
- اختيار موردي خدمات الإنترنت ذات الملكية خاصة .
- رحلات طيران الملكية الأردنية المباشرة إلى 47 مدينة رئيسية في أوروبا والشرق الأوسط والشرق الأقصى وشمال إفريقيا وأمريكا الشمالية، والتي تخدمها 26 شركة طيران دولية .

- شبكة طريق سيارات سريعة وحديثة .
- خطوط شاحنات رئيسية لضمان حركة المواد الخام من وإلى ميناء العقبة وكذلك من وإلى موانئ الدول المجاورة .
- يعمل ميناء العقبة الأردني كبوابة إستراتيجية للأردن، ومنطقة البحر الأحمر النامية والشرق الأوسط ككل.

ط) مناخ استثماري جذاب:

- إعفاء من ضريبة الدخل والخدمات الاجتماعية 10 سنوات .
- إعفاء من كامل الرسوم الجمركية على الموجودات الثابتة المستوردة .
- إجراءات ترخيص وتسجيل سهلة وميسرة .
- إعفاء العائدات من الصادرات من ضريبة الدخل.
- الصناعات التصديرية لا تخضع للرسوم الجمركية على المواد الخام الجديدة المستوردة .
- حرية إعادة رأس المال والأرباح والرواتب إلى وطن المستثمر الأصلي.

ي) حياة ذات نوعية راقية:

- توفر ورخص وسائل الحياة الحديثة .
- التعليم العام والخاص عالي الجودة ويقدم باللغات العربية والإنجليزية والفرنسية .
- مستوى الخدمات الصحية في الأردن يضاهي المستويات العالمية وبأسعار معقولة .
- شبكة متطورة من جمعيات الأعمال المحلية والدولية النشيطة والمراكز الثقافية .
- المهرجانات التقليدية والمناسبات الثقافية وثروة من المواقع الأثرية .
- نوادي ومطاعم ممتازة.

عمليات الخصخصة :

جاءت عملية التخاصية كجزء من حزمة اقتصادية متكاملة تبنتها الحكومة منذ بداية التسعينات في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والاعتماد على الذات في أعقاب الأزمة الاقتصادية التي حلت بالاقتصاد الوطني. هذا بالإضافة الى المستجدات الاقتصادية العالمية في مجال العولمة وازدياد المنافسة وازالة الحواجز الجمركية والإدارية لتحرير التجارة العالمية وتدفق رؤوس الاموال وثورة المعلومات والاتصالات، وضرورة الانفتاح الأردني على العالم سواء باتفاقيات الشراكة مع الاتحاد الأوروبي والانضمام الى منظمة التجارة العالمية او التوجه نحو منطقة تجارة حرة عربية واختراق اسواق جديدة غير تقليدية. كما تتوخى الحكومة من عملية التخاصية تحقيق اهداف اقتصادية متعددة بالمقاييس الاقتصادية الكلية والجزئية.

كانت التخاصية في الاردن من اهم الدراسات والمسوحات التي أجريت على مشروعات القطاع العام والتي اكدت نتائجها على ان درجة كبيرة من عدم الكفاءة الإدارية والتشغيلية تسود مؤسسات وشركات القطاع العام، إضافة إلى هدر المال العام والترهل الاداري وتدني الخدمات التي تقدمها وارتفاع المديونية في حين تحقق شركات القطاع الخاص عوائد ونتائج افضل وتولد فرص عمل افضل نظراً لارتفاع الكفاءة الادارية والتشغيلية فيها.

اهداف التخاصية

1) رفع كفاءة المشروعات وتحسين الإنتاجية والقدرة التنافسية من خلال تفعيل قوى السوق وإزالة الإختلالات والتشوهات الاقتصادية.
2) تحفيز الادخارات المحلية وجذب المزيد من الاستثمارات الخاصة المحلية والعربية

والأجنبية من خلال فتح الأسواق وإلغاء احتكار الدولة.
3)وقف نزف المال العام على شكل مساعدات أو قروض ممنوحة للمشاريع الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيف العبء المالي عن كاهل الخزينة.
4) الحد من الحاجة للجوء إلى الاقتراض الخارجي لغايات تغطية عجوزات المشاريع القائمة أو تمويل المشاريع الجديدة.
5)تعميق سوق رأس المال المحلي وتوجيه المدخرات الخاصة نحو الاستثمارات طويلة الأمد.
6)تسهيل الحصول على التكنولوجيا وأساليب الإدارة الحديثة اللازمة للمنافسة في الأسواق العالمية، والوصول إلى أسواق جديدة ومستقرة.

مسيرة التخاصية في الاردن

1) تأليف مجلس اعلى للتخاصية برئاسة رئيس الوزراء وعضوية كل من : وزير المالية، وزير الصناعة والتجارة، وزير التخطيط، وزير العدل، محافظ البنك المركزي، رئيس الهيئة التنفيذية للتخاصية، رئيس ديوان المحاسبة والوزير المختص عند بحث اي موضوع يتعلق بوزارته او اي مؤسسة ترتبط به وثلاثة أشخاص من ذوي الخبرة يعينهم مجلس الوزراء بتنسيب من رئيس الوزراء.
2) انشاء الهيئة التنفيذية للتخاصية التي تعتبر الخلف القانوني لوحدة التنفيذية للتخاصية، ومن اهم اهداف هذه الهيئة دراسة ومتابعة تنفيذ عمليات اعادة الهيكلة والتخاصية.
3) انشاء صندوق عوائد التخاصية يتولى المجلس الاعلى للتخاصية الاشراف عليه.
4) اعطاء الحكومة قدرة تصويتية متميزة عن طريق السهم الذهبي الذي يخولها الاعتراض على قرارات مجلس ادارة الشركة او هيئتها العامة اذا تطلبت المصلحة الوطنية العليا ذلك.

5) بدء عملية التخاصية للمؤسسات والشركات الحكومية، وفيما يلي ايجازاً لاهم المراحل التي مرت بها: -

- ملكية الحكومة في الشركات المساهمة العامة (محفظة اسهم المؤسسة الاردنية للاستثمار).
- بلغت مساهمة الحكومة في الشركات المساهمة العامة حوالي 15% عند بدء عملية الخصخصة وانخفضت الى ما دون ال 8% بعد قيام الحكومة ببيع مساهمتها في معظم هذه الشركات، وتتركز معظم ملكية الحكومة في الوقت الحالي في شركة مناجم الفوسفات الاردنية وشركة الاتصالات الأردنية وشركة البوتاس العربية ومصفاة البترول الاردنية وشركة كهرباء محافظة اربد. وفيما يلي اهم ما قامت الحكومة بتنفيذه في هذا المجال:

أ) بيع 87% من اسهم شركة الفنادق والسياحة الاردنية الى شركة زاره للاستثمار خلال عام 1995.

ب) بيع كامل ملكيتها في عدد محدود من الشركات المساهمة خلال عامي 1996– 1997(الورق والكرتون الاردنية، التبغ والسجاير الاردنية).

ج) بيع 33% من اسهم شركة الاسمنت الاردنية لشركة Lafarge الفرنسية خلال عام 1998.

د) بيع 1% من اسهم شركة الاسمنت الاردنية بسعر تفضيلي الى موظفي الشركة.

ه) بيع 8% من أسهم شركة الاسمنت الأردنية الى مؤسسة الضمان الاجتماعي.

و) بيع كامل ملكيتها في عدد كبير من الشركات المساهمة خلال عام 1999 بنك الاسكان، بنك القاهرة عمان، بنك الصادرات والتمويل، الالبان الاردنية، البتراء للنقل، الانتاج، الكهرباء الاردنية، الخزف الاردنية، الاجواخ الاردنية، الدباغة الاردنية.

ز) بيع اسهمها خلال العام 2000 في عدد من الشركات المساهمة العامة (العربية الدولية للفنادق، الاردنية لتجهيز الدواجن).

ح) قامت الحكومة خلال عام 2001 ببيع مساهماتها في بعض الشركات المساهمة العامة ، مصانع الورق والكرتون، المؤسسة الصحفية الاردنية/الرأي.

ط) قامت الحكومة ببيع كامل حصتها خلال العام 2002 في شركة الخطوط البحرية الوطنية.

ي) قامت الحكومة خلال عام 2002 ببيع كامل حصتها في كل من شركة النقليات السياحية/جت، والشركة العامة للتعدين، وشركة تأجير وصيانة الآليات والمعدات، وشركة الصيانة العامة، وشركة الملكية الاردنية للسياحة والسفر.

ك) قامت الحكومة خلال عام 2003 ببيع 50% من أسهمها في شركة البوتاس العربية الى شركة Potash Corporation of Sasketchewanالكندية.

ومن اهم الشركات التي تم خصخصتها في الاردن مايلي:-

1) الاتصالات الاردنية.
2) مؤسسة النقل العام .
3) مؤسسة سكة حديد العقبة.
4) سلطة المياه .
5) الشركة الاردنية للسياحة والمياه المعدنية / حمامات ماعين .
6) الملكية الاردنية .
7) اكاديمية الطيران الملكية الاردنية .
8) قطاع البريد .
9) مشروعات التموين.

10) ميناء العقبة .
11) قطاع التعدين .
12) شركة مناجم الفوسفات الاردنية .
13) شركة البوتاس العربية.

الآثار المترتبة على التخاصية في الاردن

أثر التخاصية على الاستثمار

سادت فكرة عقود الاستقطاب على الاستثمارات الأجنبية بهدف تنمية اقتصادياتها في الدول النامية. حيث أن الاهتمام ينص على نوعية وشكل الاستثمارات الأجنبية بشكل واسع بسبب انتشار فكرة التخاصية في العالم.

حيث بدأت الاستثمارات الأجنبية منذ منتصف القرن الماضي في الدول النامية على إحلال الواردات ومرّت بمرحلة ما يسمى باستغلال الموارد الطبيعية . والتكييف الهيكلي والتحول إلى نظام اقتصاد السوق وانتهت بزيادة دور القطاع الخاص.

وخلال هذه المدة الطويلة ساد الإعتقاد بين الدول النامية بأن تنمية وتطوير اقتصادياتها في المدى الطويل يعتمد على قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة منها وغير المباشرة.

وتعني الاستثمارات الأجنبية قيام شركة أو عدة شركات أجنبية بالاستثمار في دولة ما لإنتاج سلع أو خدمات معينة عن طريق إنشاء مصنع أو شركة أو قيام تلك الشركة الأجنبية بتملك نسبة معينة من رأسمال الشركة أو المؤسسة الوطنية القائمة. وتجدر الإشارة إلى أن الاستثمار بأقل من (10%) من رأس المال لشركة قائمة يعتبر استثمار
محافظ مالية.

ينظر البعض على الاستثمارات الأجنبية على أنها الحل النهائي للمشاكل الاقتصادية الرئيسية للدولة. وأيضاً تعتبر من الأشياء التي يتخوف من منطق المستثمر الأجنبي، حيث أنه سيعمل على السيطرة على مقدرات الاقتصاد الوطني، يلاحظ أن النظرة الأولى متفائلة والثانية متشائمة جداً.

تشير نتائج التخاصية في الأردن والمتوفرة عن تجربة عملية التخاصية إلى أنه:

- مجموعة ثمان عمليات تخاصية رئيسية نُفّذت من بداية العملية وحتى منتصف عام(2003) وتم إكمال عملية التخاصية في عام (2004).
- كما ذكر سابقاً في أنه تم خصخصة (قطاع الطاقة) وبيعها إلى مستثمر أجنبي، وأيضاً تم إعادة خصخصة مؤسسة (سكة حديد العقبة) وتم بيع أسهم الحكومة في شركتين تابعتين للاستثمار منها (شركة قطاع الطيران).
- كما جلبت عمليات التخاصية التي نفذت في الأردن في مختلف القطاعات الاقتصادية خلال الفترة (1996-2004) ما قيمته (760) مليون دولار أمريكي. وهذا ما يقارب المائة مليون دولاراً سنوياً، أو ما نسبته (1.4%) من الناتج المحلي الإجمالي سنوياً.

وبتحليل البيانات التفصيلية تبين أنّ علمية بيع حصة الحكومة في فندق الأردن قد أدت إلى قيام المستثمر الجديد باستثمار ما يعادل (47) مليون دولار أمريكي لتوسعة وتحديث الفندق. وجلبت عمليات البيع (33%) من أسهم شركة مصانع الإسمنت لشركة لافارج الفرنسية كما ذكرت في فصل سابق بمبلغ (102) مليون دولار أمريكي. استثمارات بما قيمته (100) مليون دولار أمريكي لتطوير الشركة.
كما أن صفقة اتفاقية تأجير سكة حديد العقبة مع تجمع أمريكي أردني جلبت للمؤسسة استثمارات بما يعادل (30) مليون دولار أمريكي. في حين تمكن عقد امتياز

تشغيل خطوط النقل العام في العاصمة عمان من جلب استثمارات بما يعادل (17) مليون دولار أمريكي، لشراء باصات جديدة من قبل المستثمرين الجدد لخدمة خطوط النقل التي جرى تشغيلها .

وتحويل ما يعادل مليون دولار أمريكي سنوياً لهيئة تنظيم النقل العام. وقد استقطب عقد تأجير مشروع حمامات ماعين مع ائتلاف فرنسي أردني (أكور/ غندور) استثمارات للمشروع بقيمة (3-5) مليون دولار أمريكي. وقد أمكن عقد إدارة سلطة المياه الأردنية مع ائتلاف مستثمرين فرنسيين أردنيين. وقد حصلت الحكومة الأردنية على قرض قيمته (55) مليون دولار أمريكي من البنك الدولي لتطوير وتحديث شبكة المياه. في حين جلبت عملية بيع (40%) من رأسمال شركة الاتصالات الأردنية استثمارات من شركة فرانس تيليكم بمبلغ قطاع الاتصالات، وتشير التقديرات الأولية إلى أن كلفة مشروع محطة تنقية المياه العادمة في الخربة السمراء تصل إلى أكثر من (150) مليون دولار أمريكي . وسيتم تمويل حوالي نصف المبلغ من خلال منحة تقدمها وكالة الولايات المتحدة للإنماء الدولي. ويقدم النسبة المتبقية تجمع المستثمرين من أمريكا وفرنسا.

على الرغم من صغر حجم برنامج التخاصية في المملكة إلا أنه استطاعت إعادة الهيكلة واستقطاب استثمارات أجنبية إلى مشاريع وقطاعات مختلفة كالإسمنت والسياحة والاتصالات والمياه. وقد استحوذ المستثمرون الفرنسيون على خمسة مشاريع من أصل ثمانية تم خصخصتها، وتعد فرنسا إحدى الدول الصناعية التي لها اهتمامات كبيرة في الشرق الأوسط منذ أمد بعيد . وقد ازداد هذا الاهتمام بعد توقيع اتفاقية الشراكة الأوروبية الشرق الأوسطية. وبعد بدء تنفيذ عملية التخاصية في المملكة وبذلك تم كسر حالات الاحتكار في العديد من القطاعات وفتح أبوابها للمنافسة بين شركات القطاع الخاص المحلي والأجنبي.

أثر التخاصية على العمالة

هذا الأثر هو العامل الأكثر إثارة لاهتمام الحكومات والعاملين والرأي العام، ويأتي ذلك نتيجة للاعتقاد السائد بأن عمليات الاستغناء عن العمالة اللازمة تلازم كل عملية تخاصية. وهذا الاعتقاد يؤكد حقيقية اقتصادية هامة وهي أن المؤسسات العامة تدار بطريقة بعيدة كثيراً عن المبادئ الأساسية للاقتصاد والكفاءة . وترتكز على اعتبارات سياسية واجتماعية، كما دل برنامج التخاصية على الحكومات الأردنية المتعاقبة على معالجة مسألة تأثير التخاصية على العمالة بشكل جدي ومباشر.

وللوقوف على الآثار المباشرة لعملية التخاصية على العمالة في القطاعات الاقتصادية التي تمت إعادة هيكلتها وخصخصتها في المملكة، تم توضيح أن الموظفين ما زالوا على رأس عملهم وأنهم لا يتم الاستغناء عنهم في أي قطاعات ومؤسسات وشركات التي تمت خصخصتها. ويستثنى من ذلك حالات ترك الخدمة العادية أو الطبيعية مثل بلوغ سن التقاعد أو الاستقالة أو فقدان الوظيفة أو الوفاة أو الأسباب الصحية أو إنهاء الإعارة. ويعود الفصل في عدم الاستغناء عن خدمات العمال والموظفين إلى السياسة العامة التي اتبعتها الحكومات المتعاقبة.

ودلت عمليات الخصخصة على الشركات أن أعداد الموظفين والعمال منها ارتفع في كافة الشركات وذلك نتيجة للتوسع في بعض المشاريع القائمة، ودخول شركات جديدة إلى القطاع.

أثر التخاصية على المديونية الخارجية والداخلية

توقفت عمليات افتراض المؤسسات التي تم خصخصتها من الخزينة، وعملت كذلك على تحديد تأثير عمليات الإقتراض المستقبلية على الخزينة بالإضافة إلى ذلك قامت الحكومة باستخدام جزء من عوائد التخاصية الخزينة. بالإضافة إلى ذلك قامت الحكومة

باستخدام جزء من عوائد التخاصية إلى سداد بعض الديون المستحقة على المملكة والمؤسسات التي جرت تخاصيتها.

أثر التخاصية على مستوى الأسعار

يمكن ملاحظة التغيير الذي حصل على الأسعار من عدة جوانب منها :

- سعر السلعة أو الخدمة قبل وبعد التخاصية.
- قيمة فواتير الخدمات (كفاتورة الهاتف أو فاتورة المياه على سبيل المثال) والتي كان يدفعها المستهلك قبل وبعد التخاصية.
- بالإضافة إلى التغيير الذي حصل على مكونات سلة الإستهلاك التي يستهلكها المواطن والتي يحتسب على أساسها الرقم القياسي لتكاليف المعيشة.

وبشكل عام يمكن حصر أسباب ارتفاع الأسعار بعد التخاصية وعمليات إعادة الهيكلة بما يلي:

1) توقف الدعم الذي كانت تقدمه الحكومة لبعض السلع والخدمات التي كانت تقدمها الشركات والمؤسسات التي تمت خصخصتها، وظهر ذلك بشكل مباشر على أسعار المياه والهاتف وأسعار خدمات منتجع حمامات ماعين على سبيل المثال. فقد ارتفعت فاتورة الهاتف نتيجة لمجموعة من العوامل منها إلغاء المكالمات المجانية بالتدرج بعد خصخصة الشركة.

2) دخول سلع وخدمات جديدة لسلة الإستهلاك التي يستهلكها المواطن. نتيجة لقيام الشركات بإنتاج سلع وخدمات جديدة لا يستطيع الفرد الإستغناء عنها إذا ما أراد مجاراة عمليات التطور والتحديث على مستوى الاقتصاد الكلي، وكمثال على ذلك خدمات الإنترنت والهواتف الخلوية.

أثر التخاصية على الموازنة العامة.

يظهر أثر عملية التخاصية على الموازنة العامة للمملكة بعدة أشكال منها المباشرة ومنها غير المباشرة. ومن أهم تلك الآثار يمكن التركيز على ما يلي :

1) إيرادات استثمار عوائد التخاصية.
2) عوائد بيع المؤسسات العامة والشركات الخاضعة لبرنامج التخاصية.
3) الإيرادات الجمركية وإيرادات الرسوم التي تفرض على معاملات تلك الشركات بعد الخصخصة.
4) الإيرادات الضريبية على أرباح الشركات ودخول الموظفين والعاملين فيها بعد الخصخصة.

إيرادات الحكومة من ملكيتها المتبقية لجزء من رأسمال تلك الشركات، ونظراً لعدم توفر البيانات عن مختلف أشكال الإيرادات والمتأتية من مختلف المشاريع التي تمت خصخصتها، فقد تم الاعتماد على بيانات شركة الاتصالات الأردنية كمثال.

أثر التخاصية على الاحتياطات الأجنبية.

نظراً لأن الحكومة قد أودعت عوائد التخاصية في حساب خاص بالبنك المركزي الأردني وحيث أن رصيد الحساب يدخل ضمن الاحتياطات الأجنبية للبنك المركزي. فقد ارتفع حجم رصيد الاحتياطات الأجنبية للبنك المركزي خلال عام (1998) بقيمة (102) مليون دولاراً أمريكياً نتيجة لبيع (33%) من أسهم شركة مصانع الإسمنت. وارتفع الرصيد خلال عام (2000) بقيمة (622) مليون دولاراً نتيجة لبيع (48%) من رأس المال لشركة الاتصالات، وقد أدى ارتفاع رصيد الاحتياطات الأجنبية إلى تمكين البنك المركزي من المحافظة على استقرار مستويات الأسعار حيث لم يتجاوز معدل التضخم خلال الخمس

سنوات الماضية عن (2%) وتغطي مستويات الاحتياطات ما يزيد عن سبعة أشهر مستوردات وهو مستوى مريح جداً وفقاً للمعايير الدولية.

أثر التخاصية على المنافسة وتنويع الخدمات.

ظهر أثر التخاصية على زيادة المنافسة بشكل جلي من خلال إنهاء حالات الاحتكار التي كانت تتمتع بها العديد من الشركات والمؤسسات التي تمت خصخصتها، كشركة الاتصالات التي كانت تتمتع بانفرادية في معظم خدمات الاتصالات. وشركة الإسمنت التي كانت تتمتع بامتياز في القطاع لمدة خمسين عاماً انتهت في نهاية عام (2001)، ونتيجة لفتح القطاع للمنافسة تم تشغيل شبكة (أورنج) الخلوية. (وهي الثانية التي تقدم خدمة الهواتف الخلوية إلى جانب شركة (زين) الأمر الذي أدى إلى انخفاض أسعار خدمات الهواتف الخلوية بنسبة (4%) واتساع السوق بنسبة (40%) وازدياد وتنوع الخدمات (فتوفرت خدمة wap باللغة العربية).

هل سيتم اللجوء إلى سياسة الاندماج بعد التخاصية في قطاع الاستهلاك؟ تقوم سياسة التخاصية كما هو معروف على مبدأ تنازل الحكومة عن حقوق معينة مثل الملكية / أو الإدارة / أو الاستثمار / أو التطوير/ أو التشغيل للقطاع الخاص.

وتقتضي هذه العملية إجراء بعض عمليات إعادة الهيكلة الإدارية والمالية والقانونية على المؤسسات العامة الخاضعة لبرنامج التخاصية إذا ما أريد له النجاح. وكما أنه شكل عمليات إعادة الهيكلة وحجمها يعتمد في النهاية على أسلوب التخاصية المتبع.

فقد تقتضي عملية خصخصة مؤسسة عامة ما تجزئة نشاطات تلك المؤسسة إلى عدة شركات منفصلة. كما حصل في قطاعات الكهرباء والاتصالات والطيران. أما فيما يتعلق بسلطة الكهرباء وبعد أن تم تحويل السلطة إلى شركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتخضع لقانون الشركات تم فصل نشاطات التوزيع عن نشاطات النقل وعن

نشاطات التوليد . وتم إنشاء ثلاثة شركات منفصلة لكل نشاط استثماري بهدف تحويل بعضها للقطاع الخاص.

وتجدر الإشارة إلى أن القطاع الخاص موجود بالأصل في هذا القطاع في بعض مناطق المملكة الأخرى. أما فيما يتعلق بالملكية الأردنية فقد كان الهدف من فصل معداتها الاستثمارية وتحويلها إلى شركات مستقلة وإعادة هيكلتها مالياً وإدارياً، هو لتمهيد السبيل أمام الملكية الأردنية (كشركة طيران) للخصخصة .

وفيما يتعلق بالاتصالات فإن عملية تحرير القطاع وخصخصة شركة الاتصالات فتحت المجال أمام القطاع الخاص للدخول للقطاع بسرعة، وبعد مضي ثمان سنوات على صدور قانون الاتصالات لسنة (1995) أصبح لدى المملكة الآن (32) شركة تقدم مختلف خدمات الاتصالات.

فهنالك رخصة لشبكة الهواتف العامة (الثابتة) ورخصتها خدمة هواتف متنقلة (الخلوية) ورخصتها هواتف عمومية، ورخصة خدمة نداء آلي، وإحدى وعشرون رخصة خدمة ترسل معطيات، ورخصة خدمة تشغيل نظام الاتصالات الشخصية العالمية المتنقلة عبر الأقمار الاصطناعية، ورخصة تزويد خدمة الاتصالات الشخصية العالمية المنتقلة عبر الأقمار الاصطناعية، ورخصتا خدمة البطاقات الهاتفية المدفوعة مقدماً.

تعتبر مشكلة المديونية التي تعاني منها المؤسسات العامة التي يجري خصخصتها، ومن أهم الأسباب التي أدت إلى وصول تلك المديونية إلى المستويات المرتفعة هي:

1)أسباب المديونية:

يمكن حصر الأسباب الرئيسية المسؤولة عن ظهور مشكلة مديونية المؤسسات العامة الخاضعة لبرنامج التخاصية في المملكة بالسببين التاليين:

- **أولاً**: حاجة تلك المؤسسات للتوسع والاستثمار والتطوير خلال الفترة السابقة .
- **ثانياً**: خضوع ميزانيات تلك المؤسسات لما يعرف بقيود الميزانية السهلة.

2)كيف تعامل قانون وإستراتيجية التخاصية مع المديونية.

تم التعامل مع مشكلة مديونية المؤسسات العامة الخاضعة لبرنامج التخاصية من خلال الإستراتيجية الوطنية للتخاصية وقانون (التخاصية رقم (25) لسنة (2000) ومن خلال العديد من قرارات مجلس الوزراء ذات العلاقة بعملية التخاصية، وكانت تلك المعالجة مباشرة في كافة المشاريع الخاضعة لبرنامج التخاصية.

3)كيف تعاملت الحكومات المتعاقبة مع مديونية المؤسسات العامة.

لقد تضمنت إستراتيجية إعادة هيكلة الملكية الأردنية إلغاء قانون مؤسسة عالية/ الخطوط الجوية الملكية الأردنية، وتحويل الأنشطة والوحدات الاستثمارية التابعة للملكية الأردنية إلى شركات مستقلة محددة المسؤولية تمهيداً لبيعها إلى القطاع الخاص.

وبهدف تسهيل عملية بيع هذه الشركات ومعالجة مديونيتها تقرر تسجيل شركة استثمارية مملوكة للحكومة بالكامل برأسمال قدره مائة ألف دينار لتحال إليها ملكية هذه الوحدات الاستثمارية بعد تحويلها إلى شركات، وبحيث تقوم الملكية الأردنية بتسديد رأسمال الشركة على أن تسترد لاحقاً من عائدات بيع الوحدات الاستثمارية، كما وتضمنت إعادة الهيكلة المالية إجراءات لسداد الديون والالتزامات المتعلقة بالطائرات وخدماتها.

بالإضافة إلى تسديد الديون المحلية وبحيث تستمر الملكية في تحمل الديون المتعلقة بالطائرات (الاستئجار التمويلي)، في حين تقوم الحكومة بتحمل ديون شركة مصفاة البترول ورصيد الحساب المجمد. وعلى أن يتم زيادة رأسمال الملكية الأردنية بما يعادل قيمة هذه الديون .

اثر التخاصية على سوق الأوراق المالية

يركز هذا الموضوع على تحليل العلاقة ما بين عملية التخاصية وسوق الأوراق المالية. وذلك بهدف بيان الدور الذي يمكن أن تلعبه عملية التخاصية في تطوير الأسواق المالية.

وبنفس الوقت تحليل الدور الذي تستطيع أن تلعبه الأسواق المالية في تسهيل وتسريع تنفيذ عمليات التخاصية بكل كفاءة وشفافية. إن شكل العلاقة ما بين عملية التخاصية وسوق الأوراق المالية يعتمد على أساليب التخاصية المتبعة ويعتبر أسلوب بيع أسهم المؤسسات العامة في السوق المالي أحد أهم الأساليب التي اتبعت في مختلف دول العالم الصناعية والنامية لتنفيذ عملية التخاصية.

وهذا الأسلوب واسع وقد يشمل على الشريك الإستراتيجي أو لتجميع مستثمرين، أو لمستثمرين تقليدين كالبنوك وصناديق الإدخار، أو البيع لعامة الناس والعاملين في المؤسسات التي تجري تخاصيتها.

2)السعودية:

قررت الحكومة السعودية معالجة مشكلة العجز في الموازنة والدين العام البالغ (44) مليار ريال سعودي في سنة (1999) كما جاء في إعلان صادر عن جهات رسمية سعودية بنهاية عام (1999). وذلك باللجوء إلى برنامج مدروس لتخصيص بعض الشركات في شركات القطاع العام.

3)سوريا:

تتجه الحكومة إلى تشجيع القطاع الخاص ودعمه ليأخذ دوره إلى جانب القطاع العام ولا تنوي الحكومة الآن بيع شركات القطاع العام، بل تعمل على إصلاحها ضمن خطة مرحلية مقبلة وبالتعاون مع القطاع الخاص.

4)لبنان:

بدأت عملية الخصخصة عام (1992) بتشكيل لجنة تخصص لدراسة أوضاع المؤسسات وإمكانية تحويلها إلى القطاع الخاص لعلها تساعد في خفض مستويات الدين العام الذي بلغ (16) مليار دولار حتى أكتوبر عام (1998). وقد بدأت الخصخصة بالهاتف الخلوي عام (1994) وسيعقبه الهاتف العادي ومرافق خدمية أخرى.

5)مصر:

بدأت مصر رحلتها مع الخصخصة من عام (1991) بالإعلان عن بيع الشركات العامة إلى القطاع الخاص، وذلك من أجل إصلاح الوضع الاقتصادي في الدولة وسداد ديون القطاع العام التي وصلت إلى (170) مليار جنيه نهاية أبريل (1998). عرضت الحكومة المصرية للبيع (290) شركة من شركات القطاع العام منها (163) شركة خاسرة أو متعثرة أو طاقاتها معطلة. وقدرت لهذه الشركات المعروضة للبيع ثمناً بما يعادل (90) مليار جنيه وهي مدينة بما يعادل (71) مليار جنيه وديون البنوك المستحقة عليها (20) مليار جنيه حسب بيانات مجلس الوزراء.

6)الكويت:

من جراء حرب الخليج عام (1991) أصبحت الكويت تعاني اليوم من عجز مالي حقيقي في أرقام الموازنة بعدما كانت قبل الحرب تتمتع باحتياط مالي يتجاوز (12) مليار دولار. فأصبحت تعاني من ديون داخلية وخارجية تقترب من مجمل الاحتياطي العام، بسبب ارتفاع تكاليف الإدارة والتكاليف الدفاعية، لذلك سعت الحكومة إلى خفض عجز الموازنة والدين العام عن طريق برنامج موسع للخصخصة في القطاع العام عن طريق بيع أسهم من شركاته أو سندات في الشركات الرئيسية. وقد أوصى مجلس الأمة الكويتي بخصخصة شركة الخطوط الكويتية الوطنية.

7)البحرين:

تم خصخصة قطاع النقل العام والمياه والكهرباء والمرافق العامة.

8)سلطنة عُمان:

جاءت الخصخصة في عُمان في إطار التوجهات والاستراتيجيات العامة للاقتصاد العماني. ومع أن الدولة قد بدأت في عمليات الخصخصة في عدد من المشروعات مثل شركة التأمين الوطنية وشركة فنادق عُمان، وشركة أسمنت عُمان، إلا أن عدم توفر موارد كافية لتنفيذ مشاريع خدمات الكهرباء والمياه خلال الخطة الخمسية (1991-1995) جعلها تتجه لأفكار الخصخصة وقوّى ذلك اتجاه الدولة للاحتفاظ بسقف محدد للمديونية الحكومية واتجاهها لموازنة المصروفات والإيرادات في الخطة المقبلة.

9)السودان:

بدأت الخصخصة بالسكة الحديد لتهيئتها للمرحلة الاقتصادية القادمة في ظل العولمة.

10تونس:

بلغ عدد عمليات الخصخصة من عام (1987)، (167) عملية شملت (92) مؤسسة ووفرّت (550) فرصة عمل إضافية، وتخلت (8) منشآت عن (300) من عمالها.

الفصل السادس عشر

مقترحات لتجاوز مخاطر الاستثمار

مقترحات لتجاوز مخاطر الاستثمار

المجموعة المؤثرة في تجاوز مخاطر الاستثمار

هناك مجموعة مؤثرة تساعد على تجاوز مخاطر الاستثمار او تخفيفها، وهذا المجموعة هي:

1) المختصون: مهمة هؤلاء تكمن في السمسرة في الشراء والبيع وتنفيذ الأوامر لزبائنهم، ويتحملون مسؤولية الحفاظ على تبادلات عادلة ومنظمة وتوفير سيولة عند الحاجة ومنع تعطيل الأدوات، ويقومون على تحقيق الأرباح من فروقات بين أسعار الشراء والبيع.
2) الوسطاء: ويقومون بمهمة شراء الاستثمار من سلع والصرف الأجنبي والعقارات....الخ، ويبيعونها بطرق مختلفة وتتكون من:-
   - حسابات جارية.
   - حسابات توفير.
   - حسابات صكوك.
   - حسابات طلب السوق النقدي.

ومن أهم مميزات الوسطاء في الأمور المالية ما يلي:-

أ. تجميع أموال عديدة واستثمارها في أحجام مختلفة.

ب. تحويل العملة من بلد إلى بلد آخر، وذلك بشراء مطلوبات مالية قُيمت بعملة معينة وبيعها بعملات أخرى.

ج. توفر السعة بسبب تخصصهم وسيطرتهم على إعداد كبيرة.

د. تنويع الائتمان بشراء مختلف الأدوات الاستثمارية.
ه. مرونة عالية في فترات السداد.

المقترحات التي تساعد على تخفيف (تجاوز) مخاطر الاستثمار

1) تكوين هيئة متخصصة للإشراف على تداول الأوراق المالية، من اجل التزام كافة الأطراف المشاركة في الأسواق المالية المختلفة وضرورة التعامل مع المستثمرين بعدالة ونزاهة، وتسليط الضوء على المخاطر التي تواجههم، وفرض عقوبات فعلية من خلال الدوائر والمحاكم المختصة وتوجيه النصح والإرشاد لتجاوز هذه المخاطر.
2) تطوير وتنمية أدوات أدارية وتكنيكية وعملية للمالية، وان تأخذ بعين الاعتبار التبادلات والمراكز البحوث في المجالات الاقتصادية.
3) تحقيق التوازن والاستقرار في الطلب العالمي من خلال اعتماد مشروع متكامل، والاحتفاظ بتشغيل احتياطات نقدية فعالة، ووضع أسس كفيلة بتشغيل لهذه الفروض والرقابة عليها.
4) وضع أطار واقعي للشركات المتعاملة بأدواتها المالية في الأسواق المالية، من خلال تحليل الاقتصاد الإقليمي والمحلي التي يعملان ضمن حدود المنظمة المحددة وتوضيح مؤشرات الاقتصاد الكلي والسياسات النقدية والمالية المعتمدة، وتحليل المجال الخاص بالشركة من خلال تنبؤات مستقبلية.
5) توفير أمان للودائع المصرفية، حتى يتجنب المخاطر التي تواجه المستثمرين الصغار بواسطة دفع أقساط صغيرة نسبياً حتى تغطي استثماراتهم وتكاليفها.

6) إدراك مخاطر الأزمة قبل وقوعها، ويتم ذلك بغرض تقديم نظام كفؤ للمدفوعات وبناء المؤسسات المهتمة بمراجعة النشاطات الغير قانونية ووضع تنبؤات لأسعار الكفيلة لمواجهة ظروف الركود. ويجب إدخال تعديلات في تشريعات الضرائب تساعد على تحفيز النشاطات الاستثمارية وتجنب العقارات من مخاطر التدهور للعوائد.
7) تحقيق التميز في تحديد الوزن النسبي لكل من الأسهم والسندات الصادرة عن الشركات المعينة والمتداولة في السوق، ونسبة الكثافة النسبية للرأسمال الإنتاجي المباشر، ومتابعة التغيرات السابقة في الأرباح المتحققة والحصص الموزعة.
8) مكافحة غسل العملة وتهريب رؤؤس الأموال إلى الخارج، ويتم هذا من خلال إنشاء اتفاقيات دولية تساعد على متابعة ورقابة سجلات بعض المتاجرين ووضع قيود ومحددات على بيع الأدوات لاستخدامها في بلدان أجنبية، مثلاً.
9) وضعت الولايات المتحدة الأمريكية عقوبات قاسية على القائمين بغسيل الأموال قد تصل إلى السجن مع الغرامات المالية.
10) تنويع المحافظ الاستثمارية، والاحتفاظ بإحدى الفروض الاستثمارية دون الأخرى أو الاحتفاظ بكافة الفرص المتاحة معاً، ويجب على الإدارة المحفظة انتقاء الأدوات المالية الأقل خطورة واحتساب هامش معين للمخاطرة الضرورية لكل استثمار.
11) تحسين كفاءة التخصيص للموارد المتاحة وعمليات الاستثمار بشكل يسهم في التخفيف من تكاليف أو مخاطر العمليات.
12) الاستخدام الكفؤ لأدوات البنك المركزي يساعد على رفع كفاءة الأسواق المالية، وذلك بتوفير بنية تحتية مناسبة لأسواق النقود والسندات.

الفصل السابع عشر

مصطلحات الاستثمار والبورصة

مصطلحات الاستثمار والبورصة

- **سوق إصدار الأوراق المالية:** (السوق الأولية)يتم في نطاقها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة؛ وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. والاكتتاب في الأسهم قد يكون خاصا (مغلقا) أي مقصورا على المؤسسين وحدهم وقد يكون عاما؛ وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها.
  أما الاكتتاب في السندات فغالبا ما يكون عاما، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتتاب في السندات.
- **سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية):** تم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر؛ لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع؛ فهم يتحملون الخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)، كما أنهم يجنون الأرباح (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها).
  وهذه السوق إما أن تكون منظمة وتدعى حينئذ "بالبورصة"، أو غير منظمة وفي هذه الحالة يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة، وذلك من خلال البنوك والصيارفة وسماسرة الأوراق المالية.

- **الأسهم**: تمثل ملكية في شركة ما، ويتم الإشارة إليها أحيانا بمصطلح "حصة" في شركة. وتاريخيا تميل الأسهم إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت، كما أنها تتمتع بآفاق لتحقيق أداء أفضل من أنواع الاستثمار الأخرى على المدى الطويل، ورغم ذلك فإن الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكبر من الأدوات المالية الأخرى.
- **السندات:** هي عبارة عن قروض يقدمها المستثمرون إلى المؤسسات والحكومات؛ حيث يقوم المستثمر (المقرض) بالحصول على سعر فائدة محددة نظير إقراض أمواله لفكرة ما، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي تحتاجها، كما يحصل المستثمر أيضا على مبلغ استثماره الأصلي -المبلغ الأساسي أو سعر إصدار السندات- الذي يستحق في نهاية أجل محدد، ويمكن إصدار السندات لفترات تصل إلى ثلاثين عاما، ويتم تصنيفها حسب جودتها أو احتمالات تسديد قيمتها.
- **التداول**: تستخدم هذه الكلمة لوصف التعاملات بوحدات الصناديق: الأسهم والسندات وغيرها.
- **الخصم:** يستخدم هذا اللفظ عادة لوصف الموقف عندما يتم تداول أسهم أو سندات أو وحدات في صندوق مقفل، بسعر لا يعكس قيمتها بشكل كامل، ويعني ذلك بالنسبة للشركات التعامل بسعر يقل عما هو موضوع في تقاريرها، في حين أنه يعني بالنسبة للصناديق التعامل يقل عن القيمة الكامنة لموجوداتها، كما يعني بالنسبة للسندات التعامل بسعر يقل عن قيمتها لدى تسيّلها.
- **تنويع الاستثمارات**: يعني بتوزيع الأموال المستثمرة على أنواع مختلفة من الاستثمارات، أو المصدرين للأوراق المالية، في محاولة لتقليص مخاطر الاستثمار.

- **توزيع الأرباح:** توزيع جزء من أرباح الشركة على المساهمين، وقد جرت العادة على أن تقوم الشركات الكبرى والمستقرة فقط بتوزيع أرباح على المساهمين، في حين تقوم الشركات الصغيرة بإعادة استثمار أرباحها لضمان استمرارية نموها.
- **العائد الحالي**: العائد هو ما تكسبه فعلا من موجوداتك من السندات، أما العائد الحالي فهو يمثل النسبة بين الفائدة التي تكسبها إلى القيمة السوقية الفعلية للسند، وهو يوضح بالنسبة المئوية:
  - الفائدة السنوية مقسومة على القيمة السوقية الفعلية للسند = العائد الحالي.
  - العائد الحالي يمكن أن يتغير اعتمادا على القيمة السوقية للسند.
- **البورصات الصاعدة:** هي أسواق للأوراق المالية، إما صغيرة الحجم، وإما أنه لم يمضِ تاريخ طويل على بدء تشغيلها بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية الرئيسية.
- **المتفائلون بأداء السوق**: مؤيدو السوق الصاعدة: أشخاص أو شركات ذوو وجهة نظر متفائلة بشأن الأداء المتوقع للسوق بشكل عام أو لسهم معين، ويعتقد هؤلاء الأشخاص أو الشركات بأن السوق سوف تأخذ مجرى تصاعديا.
- **المتشائمون بشأن أداء السوق**: مؤيدو السوق الهابطة، يطلق هذا اللفظ على الأشخاص أو الشركات الذين تكون لديهم توقعات سلبية بشأن أداء السوق بشكل عام، أو أداء سهم محدد. فالأشخاص أو الشركات المتشائمون بشأن أداء السوق (أو السهم) يعتقدون أنها ستأخذ منحنى تراجعيا.
- **المحافظ الاستثمارية**: هي عملية استثمار لمجموعة من الناس يتم تجميع جزء من مدخراتهم بهدف المنفعة المشتركة. ويتم إدارة المحفظة الاستثمارية (الجامعة للأموال)

من قبل مدير يسمى بمدير المحفظة، وهو إما أن يكون شخصا منفردا أو من قبل مجموعة لإدارة هذه الاستثمارات بصورة يومية، وتعتمد عملية استثمار هذه الأموال على نوع الاستثمار المختار مثل الموجودات في الأسهم، والسندات، وأسواق الأموال، أو من خلال تركيبة مشتركة. هذه المحافظ تمنح للمستثمر عدة امتيازات، منها:

أولا: القدرة الشرائية للمحفظة في عدة خيارات استثمارية نظرا للقوة الشرائية التي تتمتع بها بسبب الأموال المجمعة، ومن خلال التنويع بهذه الطريقة يتم تقليل عنصر المخاطرة في حال عدم قدرة أحد أو أكثر من هذه الموجودات على تحقيق العائد المرجو منها.

ثانيا: بسبب القدرة الشرائية المجتمعة، فإن المحفظة قادرة على الشراء والبيع بكميات؛ الأمر الذي يمكنها الشراء بأسعار مخفضة وهي ميزة لا يتمتع بها المستثمر الواحد.

ثالثا: الخبرة المتوفرة لدى مدير المحفظة ميزة لا يتمتع بها المستثمر الشخصي، كما أن الموارد المتاحة لمديري المحافظ غير ممكنة للمستثمرين العاديين، ومنها القدرة على زيارة هذه الشركات ودراسة أوضاعها المالية. وأخيرا يقوم مدير المحفظة بالإدارة الإدارية للمحفظة؛ الأمر الذي يعفي المستثمر من المتابعة اليومية للأعمال الورقية، هذه العوامل مجتمعة: التنويع، خفض التكلفة، والإدارة المؤهلة تجعل من المَحافظ الاستثمارية إحدى أفضل الوسائل للاستفادة من الاستثمار بالأسواق العالمية، ولكن ليس بالضرورة كل المحافظ تلاءم المستثمرين.

- **صناديق الأسواق المالية**: تستثمر صناديق الأسواق المالية أموالها في سندات دين قصيرة الأجل عالية الجودة، مثل شهادات الإيداع، والسندات الحكومية والأوراق التجارية عالية التصنيف، وعندما تقدم صناديق الأسواق المالية توزيعات أرباح فإنه

يمكن إعادة استثمار هذه الأرباح أوتوماتيكيا أو دفعها، إلا أن حجم التوزيعات يتباين حسب ظروف السوق. وتصنف صناديق الأسواق المالية على أنها استثمارات تتسم بالتحفظ، وهي قد تكون مناسبة للأشخاص الذين يستثمرون أموالهم لفترة زمنية قصيرة أو الذين لا يرغبون في المخاطرة برأس المال المستثمر.

- **صناديق السندات**: تستثمر صناديق السندات أموالها بشكل رئيسي في السندات، وهي تشمل شهادات الدين الصادرة عن الشركات والحكومات، وقد تدفع صناديق السندات توزيعات أرباح منتظمة، ولهذا فإنها قد تكون مناسبة للمستثمر الراغب في الحصول على دخل مستقر. ومثلما هو الحال مع صناديق الأسواق المالية فإن حجم الدخل الذي توزعه صناديق السندات يتباين حسب ظروف السوق.

وتختلف صناديق السندات عن صناديق الأسواق المالية في مجالين رئيسيين: أولهما أنها تحقق عائدات أعلى (بفضل أجل استحقاقها الأطول وتباين جودة استثمارها)، وثانيهما أنها تمتاز بدرجة أعلى من التقلبات السعرية (بسبب تذبذب الأسعار). ويعني هذا التذبذب أن هناك احتمالا لفقدان جزء من استثمارك، اعتمادا على الفارق بين سعر الوحدة لدى الشراء والبيع (وبالطبع فإن تحرك السعر يمكن أن يكون أيضا لصالحك.

- **الدخل:** يوزع الصندوق الاستثماري أرباحا على حملة الوحدات من حصيلة توزيعات أرباح وفائدة موجوداته من الأوراق المالية ضمن محفظته الاستثمارية، ويمكن للمستثمرين الاختيار بين تسلم هذه التوزيعات أو إعادة استثمارها، وقد تخضع توزيعات الأرباح (سواء تم دفعها للمستثمر أو أعيد استثمارها) للضرائب، سواء في الدولة المسجل بها الصندوق الاستثماري أو في الدولة التي يقيم بها المستثمر.

- **مخاطر التضخم:** هي المخاطر المرتبطة باحتمال أن يؤدي التضخم أو الارتفاع في كلفة المعيشة إلى تآكل جزء من القيمة الحقيقية للاستثمار.
- **الأدوات المالية:** يشمل لفظ الأدوات المالية كلا من الأسهم والسندات وأدوات الدين.
- **الفائدة**: هي المبلغ الذي يدفعه المقترض كتعويض عن استخدام المالي المقترض، أو المبلغ الذي يتلقاه عن إيداع أموال في مؤسسة مصرفية أو غيرها، ويكون هذا المبلغ محددا على شكل نسبة مئوية سنوية من المبلغ الأصلي.
- **أسهم الشركات ذات رؤوس الأموال الكبيرة**: هي أسهم الشركات التي لا تقل القيمة السوقية لكل منها عن 5 مليارات دولار.
- **السيولة:** هي حجم الأموال النقدية المتاحة للاستثمار، ويحتفظ الصندوق الاستثماري بما يعادل 5% من إجمالي موجوداته على شكل سيولة نقدية. إلا أن حجم هذه السيولة قد يرتفع أو ينخفض حسب الحاجة؛ فعلى سبيل المثال إذا ظهرت مؤشرات على أن السوق التي يستثمر فيها الصندوق على وشك التراجع فإنه يمكن لمدير الصندوق زيادة السيولة بشكل مؤقت من خلال تسيّل نسبة من موجودات الصندوق.
- **مخاطر السوق المالية الناتجة عن تغير في الأوضاع**: هي المخاطر الناتجة عن ارتفاع أو انخفاض في أسعار الائتمان، هذه المخاطر هي نتيجة لتغيرات قد تطرأ على الأوضاع السياسية والاقتصادية، أو أحيانا خاضعة لتغيرات قد تطرأ على الشركات؛ مما يؤثر بدوره على السوق المالية.
- **حلول الأجل أو تاريخ حلول الأجل:** هو التاريخ الذي يستحق فيه دفع المبلغ الأصلي أو القيمة الاسمية للسند إلى حامله.

- **التقرير السنوي**: هو تقرير عن عمليات الشركة عن السنة المنتهية، ويمثل التقرير وثيقة مفيدة جدا لحملة الأسهم، تتيح لهم متابعة أداء الشركة وبالتالي استثماراتهم فيها، ويتضمن التقرير السنوي عادة:
  - قسم يوضح فلسفة الشركة أو كيفية قيامها بأعمالها، ويحدد هذا القسم ما تعتبره الشركة رسالتها الحضارية التي تميزها عن الشركات المشابهة أو
المنافسة لها.
  - البيانات المالية: وتشمل حسابات الأرباح والخسائر ونتائج عمليات العام والميزانية العمومية، وتظهر الميزانية العمومية، موجودات ومطلوبات الشركة في نهاية ذلك العام المالي بالمقارنة مع العام المالي السابق.
  - تقارير مفصلة عن كل قطاع من عمليات الشركة، وقد تلقي هذه التقارير الضوء على أي حلقة ضعيفة في بنيتها الإدارية.
  - تقرير للمدققين يؤكد فيه أن الأرقام والبيانات الواردة ضمن التقرير السنوي، خضعت للتدقيق من قبل مدققين خارجيين، وما إذا كانت تعكس صورة صحيحة وعادلة للأوضاع المالية للشركة.

- **دليل الاكتتاب:** دليل الاكتتاب يضم وصفا مفصلا للصندوق الاستثماري أو الشركة، وفي حالة الصندوق يوضح هذا الدليل أهداف الصندوق وكيفية استثمار أمواله والرسوم والنفقات المرتبطة بإدارته.
- **المحفظة:** لفظ يستخدم لوصف مجموعة أو تشكيلة من الأسهم والسندات.
- **المدرجة للتداول**: لفظ قديم يشير إلى الشركات المدرجة للتداول في الأسواق المالية.

- **تسّيل الموجودات:** عندما يقوم مستثمر بتسييل موجوداته من الوحدات في الصندوق؛ فإنه يقوم ببيع وحداته، كما يستخدم هذا اللفظ للإشارة إلى التاريخ الذي يتم فيه تسديد القيمة الرسمية للسند.
- **العمولة:** هي رسم البيع المبدئي الذي يضاف إلى سعر وحدات الصندوق أو يخصم من قيمة الاستثمار، وتسمى: الصناديق التي لا تفرض رسم بيع مبدئي.
- **صافي الموجودات:** إجمالي موجودات الصندوق أو الشركة. مخصوما منه إجمالي مطلوبات نفس الصندوق أو الشركة.
- **وكيل اسمي:** يكون في العادة شركة، غير أن اللفظ يمكن أن يشير أيضا إلى شخص، ويمكن استخدام الوكيل الاسمي لحفظ أسهم نيابة عن طرف ثالث، بدون أن تكون هناك حاجة لأن يكشف الطرف الثالث عن هويته. وتستخدم الوكالات الاسمية للحسابات في الغالب، عندما تتم إدارة عدد كبير من حسابات العملاء.
- **سعر العرض**: هو السعر الذي يستطيع به المستثمر شراء أسهم أو وحدات في صندوق ما. وفي حالة الصندوق الاستثماري الذي يتضمن رسم بيع فإن هذا السعر يمثل صافي قيمة الموجودات، بالإضافة إلى رسم البيع، وفي حالة الصناديق التي لا تتضمن رسم بيع. فإنه يعادل صافي قيمة الموجودات.
- **العلاوة:** هي الفارق بين السعر الذي يباع فيه السند وقيمته السوقية.
- **إعادة التوازن:** نصف عملية شراء أو بيع الاستثمارات التي تجري بهدف إعادة نسب مكونات المحفظة الاستثمارية إلى النسب المستهدفة لتوزيع الموجودات من الأسهم، والسندات والأدوات المالية قصيرة الأجل. وتتيح هذه العملية تصحيح الانكشاف

الزائد لفئة ما من الموجودات، كنتيجة لارتفاع أسعارها السوقية، وبالتالي التحكم في المخاطر الإجمالية للمحفظة.

- **خطة توفير منتظمة**: يعرض معظم مديري الاستثمار خطط توفير منتظمة أو شهرية للاستثمار في صناديقهم، وتكون الرسوم التي يتم تقاضيها في هذه الحالة مساوية بشكل عام لتلك التي يتم تقاضيها عن استثمار مبلغ دفعة واحدة، وتعد خطط التوفير المنتظمة وسيلة سهلة للمستثمر للبدء في تملك وحدات في صناديق استثمارية، بدون الحاجة إلى جمع مبلغ كبير لدفعة مرة واحدة للبدء في الاستثمار.
- **إعادة الاستثمار**: عندما يقوم الصندوق بتوزيع أرباح على حملة الوحدات به يمكن للمستثمر الحصول على هذه التوزيعات، أو إعادة استثمارها في الصندوق لشراء المزيد من الوحدات.
- **التراجع:** يصف هذا اللفظ الهبوط الذي يحدث في سعر سهمه أو في سوق الأوراق المالية بشكل عام، وهو ينطبق عادة على الهبوط الهادئ وليس الانخفاض الحاد.
- **عائد تسييل الموجودات**: العائد الذي يتسلمه المستثمر عندما يحتفظ بسند ما حتى حلول أجله، وقد يكون هذا العائد مختلفا عن العائد الحالي، فعلى سبيل المثال إذا تم شراء السند بسعر يقل عن قيمته الاسمية، وتم الاحتفاظ به حتى حلول أجله؛ فإن عائد تسييل الموجودات سيشمل أيضا عائدا رأسماليا.
- **إعادة التوزيع:** عمليات نقل تكتيكية في محفظة استثمارية تغير بشكل مؤقت من نسب الأسهم والسندات والسيولة النقدية أو فئات الموجودات الأخرى ضمن المحفظة، وتستهدف عمليات إعادة التوزيع الاستفادة من التطورات الجارية في الأسواق.

- **إعادة التوازن:** تصف عملية شراء أو بيع الاستثمارات التي تجري بهدف إعادة نسب مكونات المحفظة الاستثمارية إلى النسب المستهدفة لتوزيع الموجودات من الأسهم والسندات والأدوات المالية قصيرة الأجل. وتتيح هذه العملية تصحيح الانكشاف الزائد لفئة ما من الموجودات، كنتيجة لارتفاع أسعارها السوقية؛ وبالتالي التحكم في المخاطر الإجمالية للمحفظة.
- **مدى تحمل المخاطر**: يصف تعبير "مدى تحمل المخاطر" حجم التقلبات السعرية التي يرغب المستثمر في تقبلها. وهو يمثل معيارا هاما للتقييم عند اختيار التشكيلة المناسبة من الأسهم والسندات، والأدوات المالية قصيرة الأجل للمستثمر.
- **الاستثمارات قصيرة الأجل**: تمثل استثمارات يقل أجلها عن ثلاث سنوات، وتشمل أدوات مالية، وسندات قصيرة الأجل. وتتيح الأدوات المالية قصيرة الأجل تحقيق فوائد، كما أن تقلب أسعارها يظل محدودا. ورغم ذلك فإنها توفر أقل قدر من العائدات على المدى الطويل.

يتكون كل صندوق استثماري من نوع واحد على الأقل من أنواع هذه الأصول (فعلى سبيل المثال يمكن أن تضم موجودات صناديق النمو والدخل مزيجا من الأسهم والسندات).

- **مؤشر "إم إس سي آي":** "إم إس سي آي" هي اختصار لـ"مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال" لأسواق أوربا وأستراليا والشرق الأقصى، ويقيس مؤشر "إم إس سي آي" أداء 1000سهم. ويتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين مختلفتين: طبقا للقيمة الرأسمالية وطبقا للناتج المحلي الإجمالي.

- **الصندوق الاستثماري:** يتم فيه تجميع أموال مستثمرين متعددين، واستثمارها لتحقيق هدف محدد، ويتولى استثمار الأموال مدير استثماري محترف، وتخضع الصناديق الاستثمارية عادة لقوانين الشركات والتشريعات الخاصة بالاستثمارات. الرجاء مراجعة بندي الصندوق والوحدة الاستثمارية.
- **مؤشر ناسداك المجمع:** مؤشر لنظام السوق الوطني يشمل أكثر من 5000 سهم يتم تبادلها عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.
- **التقلبات السعرية**: يصف هذا اللفظ عمليات الصعود والهبوط في سعر الاستثمار بشكل عام. وكلما كان حجم هذا الارتفاع والانخفاض كبيرا، ويحدث بصورة دائمة، كان الاستثمار عرضة للتقلب.
- **مقاييس التقلبات:** تستهدف مقاييس التقلبات المقارنة بين تذبذب سعر الوحدة في المحفظة الاستثمارية أو عائداتها الإجمالية، مع تلك السائدة في سوق مالية ذي علاقة، ممثلة في مؤشر رئيسي في هذه السوق، وتعمد مقاييس التقلبات على الأداء التاريخي، ولهذا فإنها لا تستخدم في قياس أداء الصناديق التي لم يمض على تأسيسها أكثر
من سنتين.
- **الكفالات:** تمنح الكفالات حامليها الحق في شراء أسهم سعر محدد يسمى "سعر ممارسة حق الشراء" قبل موعد محدد، دون أن يترتب عليهم أي التزام بالشراء.
- **التماسك:** لفظ يصف التحركات في سعر سهم أو سوق الأسهم بشكل عام، وينطبق هذا الوصف عندما يستمر التداول عند مستوى أو سعر ثابت محدد؛ فعلى سبيل المثال إذا ارتفع سعر شركة من 0.90 دولار إلى 1.10 دولار ثم انخفض، واستقر بعد ذلك حول مستوى 1.00 دولار فإنه يوصف بكونه سجَّل تماسكًا.

- **إشعار التعاقد:** يشبه إشعار التعاقد الإيصال الذي يتسلمه المشتري من المتجر. فكلما قمت بتعامل ما في صندوق استثماري أو في الأسهم، سواء كنت بائعا أو مشتريا أو تجري عملية تبديل، فسيتم إصدار إشعار تعاقد لك. وسيتضمن هذا الإشعار كافة التفاصيل المتعلقة بالمعاملة. على سبيل المثال يتضمن الإشعار الخاص بشراء وحدات في صندوق استثماري تاريخ المعاملة، واسم الصندوق، وقيمة المبلغ الذي استثمرته أي رسوم تم وضع تفاصيلها، وصل بعدد الوحدات التي أصبحت تمتلكها
في الصندوق.
- **مؤشر داو جونز** : يتكون هذا المؤشر -على سبيل المثال- من ثلاثين شركة رئيسية، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار أهم هذه الشركات، وبالتالي عندما يهبط مؤشر داو جونز بمستوى 30 نقطة مثلا؛ فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الثلاثين شركة قد انخفضت 30 نقطة. إن هذا المؤشر يعتبر دليلا على الوضع العام للسوق، ويمكن أن يكون مفيدا عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء أي سهم.
- **النقطة:** هي مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا وهبوطا.

قائمـــــة المراجـــــع

(أ) المراجع العربية:

1) محمد مطر، إدارة الاستثمارات. ط4، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2006.
2) طاهر حردان، أساسيات الاستثمار. ط1، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع. عمان – الأردن، 2008.
3) سوق عمان المالي، قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002.
4) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، منشورات المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 1993.
5) محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية، مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمار، شركة المطابع النموذجية، عمان، 1989.
6) محمد صالح القريشي، المالية الدولية. ط1، دار الوراق للنشر والتوزيع. عمان- الأردن، 2008.
7) محمد مطر، مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات. مجلة البنوك في الأردن، المجلد التاسع، عمان، 1990.
8) منى قاسم، صناديق الاستثمار، للبنوك والمستثمرين. الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995.

9) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار. دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 1997.
10) حمزة عبد الكريم، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، ط1. دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2008.
11) عبد المعطي رضا أرشيد، حسين علي خربوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق. دار زهران للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 1999.
12) ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياني، أساسيات الاستثمار العيني والمالي. دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 1999.
13) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1. دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2003.
14) برايان كويل، الحماية من مخاطر العملة. دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006.

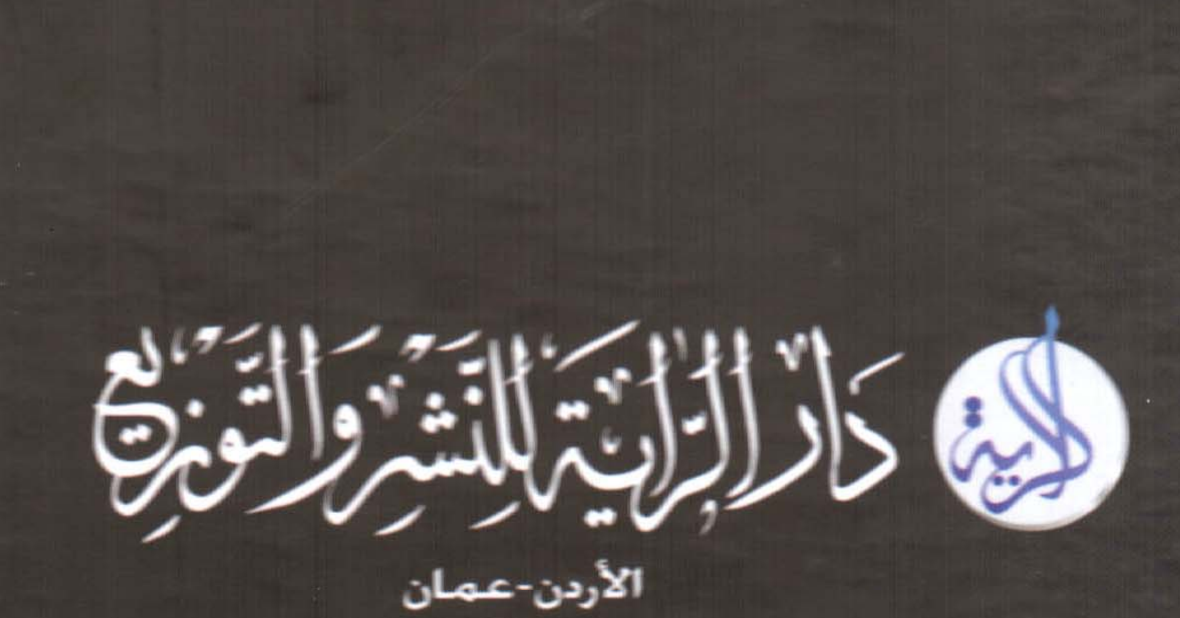
(ب) المراجع الأجنبية

1) Brealey, Richard, Myers, Myers, Stewart, C., GroupBrattle, Capital Investment and Valuation. McGraw-Hill, 2004.
2) McMillan L.G., Mc Millan Lawrence, G., Options as a strategic investment, 4th ed., prentice Hall, 2002.
3) Hirt Geoffrey, Block Stanly, Managing Investments, McGrow-Hill, 2004.
4) Frank, K., Reilly and Keith Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, Thomson, 2003.
5) Madura, Jeff, International Financial Management, South – Western, Mason, USA, 2003.
6) Dunn Jr, Robert, M., and Johan, Mutti, International Economics, Rettede, New York, 2004.
7) Bartra, G.S., Globalization of Financial Market, Deep and Deep Publications. New Delhi, 2004.
8) Delong J., Brad Ford, Macroeconomics, McGraw-Hill, Boston, 2002.
9) Shapiro, Alan, Capital Budgeting and Investment Analysis, Prentice – Hall, 2005.
10) Aliber, Robert, The New International Money Game, University of Chicago Press, 2002.
11) Emmett j. Vanghan, Therese Vanghan, Fundamentals of Risk and Insurance. New York, John wiley & sons, 1999.

12) Charles W. smithson clifford w. smith, jv. Managing Financial risk chicago,Irwin, 1995.
13) M.J. Gardner, Kl Mills and E. s. cooperman., Managing Financial Institution s, Dryden, New York, 2000.
14) L. E. Boone, D.L. Kurtz and ltearth, planning your financial future, dryden, New Yowk, 2000.

(ج) المراجع الالكترونية وشبكة الانترنت

1) ***www.quran-radio.com***
2) ***http://www.islamtoday.net***
3) ***www.bltagi.com***
4) ***www.maktoob.com***
5) ***www.cipe-arabia.org***
6) ***www.ase.com.jo***
7) ***www.acc4arab.com***
8) ***www.kantakji.com.***
9) ***www.mostathmr.com.***
10) ***www.a22c.com.***
11) ***www.qatarshares.com***
12) ***www.rjaah.com***.



الأردن-عمان
شارع الجمعية العلمية الملكية - المبنى الإستثماري الأول للجامعة الأردنية
هاتف: 5338656 فاكس:96265348656+
ص . ب : 1147 عمان - الجبيهة
Email:dar_alraya@yahoo.com


ISBN 995749956-4
9789957499563

